Die Hauptarten der amerikanischen Bonds unter besonderer Berücksichtigung der Convertible Bonds und die Einführung der letzteren in Deutschland.

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde der philosophischen Fakultät der Friedrich-Alexander-Universität zu Erlangen

vorgelegt von

Ferdinand Esch

aus Krefeld

Tag der mündlichen Prüfung: 20. Dezember 1928.

Schwerin i. M.
Raiffeisen-Druckerei e. G. m. b. H.
1929

29:147

Die Hauptarten der amerikanischen Bonds unter besonderer Berücksichtigung der Convertible Bonds und die Einführung der letzteren in Deutschland.

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde der philosophischen Fakultät der Friedrich-Alexander-Universität zu Erlangen

vorgelegt von

Ferdinand Esch

aus Krefeld

Tag der mündlichen Prüfung: 20. Dezember 1928.

Schwerin i. M.
Raiffeisen-Druckerei e. G. m b. H.
1929

Dekan: Universitäts-Professor Dr. phil. Hermann Leser
Referent: Universitäts-Professor Dr. sc. pol. Hero Moeller

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Inhaltsverzeichnis.

Seite

Einleitung. Die hauptsächlichen Finanzierungsformen der amerikanischen Corporations und der deutschen Aktiengesellschaften sowie die Gründe für die Entstehung der verschiedenen Bondsarten 5

1. Teil. Allgemeine Betrachtung der amerikanischen Bonds 9

1. Kapitel. Der Begriff Bond und die Form der Bonds 9

1. Abschnitt. Long und short-term bonds 11

2. Abschnitt. Gold und legal tender bonds . . . 13

3. Abschnitt. Coupon und registered bonds . . . 14

2. Kapitel. Die Hauptarten der Bonds und ihre Funktionen 14

1. Abschnitt. Versuch einer Klassifizierung der Bonds 14

2. Abschnitt. Die durch Sachvermögen sichergestellten mortgage bonds 16

1) Der Begriff Mortgage und die Entstehung der mortgage bonds 16

2) Die verschiedenen Typen der mortgage bonds 20

3. Abschnitt. Durch Wertpapierbesitz gesicherte Bonds 23

1) Die collateral trust bonds 23

2) Die short-term notes 27

4. Abschnitt. Bonds, deren Sicherheit ganz oder zum wesentlichen Teil auf dem Kredit der emittierenden Gesellschaft beruht 29

1) Receivers' certificates 29

2) Assumed bonds 30

3) Guaranteed bonds 31

4) Joint bonds 32

5) Debenture bonds 33

6) Income bonds 35

5. Abschnitt. Die Equipment-Obligationen 37

2. Teil. Die convertible bonds 39

1. Kapitel. Allgemeine Beschreibung und Geschichte der convertibles 39

1. Abschnitt. Die Modalitäten der Konversion . . 41

2. Abschnitt. Die technische Voraussetzung der Konversion 42

Seite

2. Kapitel. Die Hauptgründe für die Ausstattung von Anleihen mit dem Konversionsprivileg 43
3. Kapitel. Vorteile und Nachteile der convertible bonds 44
1. Abschnitt. Für die emittierende Gesellschaft . . 44
2. Abschnitt. Für die alten Aktionäre 45
3. Abschnitt. Für die Besitzer von convertibles . . 46
4. Kapitel. Die Wechselbeziehung zwischen dem Kurse der convertible bonds und dem Kurse der Aktien . 47
5. Kapitel. Die Auswirkung der Begebung von convertibles in der Praxis 48
6. Kapitel. Beurteilung der convertibles 50

3. Teil. Die deutschen Convertible Bonds (Wandelanleihen) 51

1. Kapitel. Das Eindringen der Wandelanleihen in die deutsche Wirtschaft 51
2. Kapitel. Vergleich der amerikanischen convertibles und der deutschen Wandelanleihen 53
1. Abschnitt. Der zwischen beiden in rechtlicher Hinsicht bestehende Unterschied 53
2. Abschnitt. Vergleich der convertible bonds und der Wandelanleihen in wirtschaftlicher Beziehung 54
3. Kapitel. Beurteilung der deutschen Wandelanleihen 55

Anhang. 61

1. Tabellen 62
2. Auszug aus den Anleihebedingungen der größeren deutschen Wandelanleihen 67

Literaturverzeichnis 73

Berichtigung.

Seite 10 Zeile 17: Einzelabmachungen statt Einzelabmachung.
Seite 17 Zeile 2: das „closed" und das „opened mortgage" statt die „closed" und die „opened mortgage."
Zeile 3: dem closed mortgage statt der closed mortgage.
Zeile 6: das opened mortgage statt die opened mortgage.

Einleitung.

Die hauptsächlichen Finanzierungsformen der amerikanischen Corporations und der deutschen Aktiengesellschaften sowie die Gründe für die Entstehung der verschiedenen Bondsarten.

Unserer Aktiengesellschaft entspricht in den Vereinigten Staaten von Amerika die „corporation". Zwischen beiden bestehen zwar weitgehende Unterschiede sowohl in oekonomischer Hinsicht, als auch was die juristische Ausgestaltung dieser Unternehmungsform angeht. Beide entsprechen aber auch dem, was Passow als den wirtschaftlichen Haupttyp der Aktiengesellschaft bezeichnet; sie sind größere Unternehmungen, deren Eigenkapital von einer großen Anzahl von Gesellschaftern unter Bedingungen aufgebracht wird, die das Risiko der einzelnen Aktionäre begrenzen, unter Ausschließung einer Rückforderung des eingelegten Kapitals, dafür aber die Uebertragung der Anteile an andere weitgehend erleichtern. [1]) Je stärker sich die Volkswirtschaft kapitalisiert, in um so größerem Umfange bedient sie sich der Aktienform, [2]) durch welche es ermöglicht wird, auch kleine Kapitalbeträge zu sammeln, um diese dann vereint für die Wirtschaft nutzbar zu machen.

In noch bedeutend stärkerem Ausmaße als in Europa hat sich der Kapitalismus in der neuen Welt, in Amerika, entfalten können. Nirgends hat er solch ungeheuere Dimensionen angenommen als gerade in den Vereinigten Staaten. [3]) „Dort besteht wie nirgends sonst in der Welt der engste Zusammenhang zwischen der Großindustrie, den Verkehrsunternehmungen und den Banken, die Beherrschung einer

[1]) **R. Passow,** Artikel „Aktiengesellschaften" (Handwörterb. d. Staatswiss. 4. Auflage Bd. 1, Jena 1923) S. 129.

[2]) s. die Statistik der Aktiengesellschaften in Deutschland Anh. Tab. Nr. 1.

[3]) **P. Darmstädter,** Die Vereinigten Staaten von Amerika, Leipzig 1909 S. 225.

Fülle von Unternehmungen durch einige wenige Personen". [4]) Vorbedingung hierfür war naturgemäß ein weitgehender Gebrauch der Aktienform, deren sich die amerikanische Wirtschaft bei dem riesigen Aufschwung, den sie in den letzten Jahrzehnten genommen hat, in immer gesteigertem Ausmaß bediente. Die schnelle Ausbildung der großen privatwirtschaftlichen Unternehmungen brachte in den Vereinigten Staaten eine entsprechende vielgestaltige Ausbildung der Finanzierungsformen mit sich, während bei uns die Arten der Kapitalbeschaffung trotz höchsten Fortschrittes in organisatorischer und technischer Beziehung sich kaum weiter differenziert haben. [5])

Will die deutsche Aktiengesellschaft sich an den Kapitalmarkt wenden, so ist sie in der Wahl ihrer Mittel sehr beschränkt. Sie kann Stamm- oder Vorzugsaktien ausgeben und schafft hierdurch verantwortliches Kapital.

Wünscht sie den Anleiheweg zu beschreiten, so ist ihr die Emission von Schuldverschreibungen möglich, die sich im wesentlichen nur danach von einander unterscheiden, ob sie eine Spezialsicherheit genießen oder nicht. Die finanzielle Struktur unserer Aktiengesellschaft ist demnach außerordentlich einfach. Im Vergleich zu dieser geringen Auswahl von Wertpapierkategorien hat die Finanzierungstechnik der amerikanischen Corporations eine große Mannigfaltigkeit von Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten herausgebildet. Zwar ist auch die Corporation analog unserer Aktiengesellschaft gezwungen, entweder verantwortliches Kapital durch Emission von common oder preferred Stock zu schaffen oder aber durch Ausgabe von Bonds das nötige Kapital aufzunehmen. Während aber die Stocks ihrem Wesen und ihren Funktionen nach unseren Aktien sehr ähnlich sind, ist die Entwicklung der Bonds teilweise ganz anders verlaufen und unterscheiden sich diese in mancher Hinsicht, besonders durch die Vielfältigkeit der vorhandenen Typen, wesentlich von unseren Schuldverschreibungen. [6]) Der in vielen Beziehungen von einander abweichende finanzielle Aufbau der amerikanischen und der deutschen Unternehmungen dürfte nicht zuletzt in dem großen Unterschied zwischen den Bonds und unseren Obligationen seinen Grund haben.

Die Ursache dieser Erscheinung liegt in der Verschiedenheit der amerikanischen und der deutschen Verhältnisse. In Deutschland wurde vor dem Kriege und wird auch heute

[4]) **P. Darmstädter,** a. a. O. S. 225.

[5]) **C. Melchior,** „Convertible Bonds" (Bank-Archiv, Berlin XII. Jahrg. Nr. 21 vom 1. Aug. 1913) S. 354.

[6]) **Ch. Rosenthal,** Amerikanische Bonds, Stuttgart und Berlin 1912 S. 1.

noch das Hauptkontingent der Schuldverschreibungen vom Reich, den Ländern und Kommunen sowie den Hypothekarinstituten gestellt.[7]) Die Obligationsschuld der Eisenbahnen fehlte, da diese größtenteils verstaatlicht waren, fast ganz und die zwangsmäßige Belastung der Deutschen Reichsbahn-Gesellschaft auf Grund des Dawesplans kommt für unsere Betrachtung nicht in Frage. Amerika dagegen ist das Land der privaten Bahngesellschaften, die zum großen Teil mit Hilfe von Obligationen finanziert werden.[8]) Die von ihnen emittierten Bonds beliefen sich nach der amtlichen Statistik 1913 auf $ 11. 185. 511. 000.[9]) Nach Rosenthal war vor dem Kriege die Obligationsschuld der Dampfeisenbahnen allein mehr als doppelt so groß wie die der Regierung, der Staaten und der Städte zusammen.[10]) Zu dieser gewaltigen Summe tritt noch die große Anzahl von Bonds hinzu, die von den Public Service Corporations,[11]) wie Straßenbahnen-, Gas-, Wasser-, Elektrizitäts-, Telefon- und Telegraphengesellschaften sowie der Industrie emittiert werden.[12]) Da jedoch die Eisenbahnen in der Zeit von 1830—1890 außer den Banken die einzigen Unternehmungen waren, die große Kapitalbeträge benötigten und sich deshalb der korporativen Organisationsform bedienten, entstanden die einzelnen Finanzierungsmethoden zunächst in der Eisenbahnfinanz und wurden erst später auf die andern Unternehmungen übertragen.[13]) So steht das Institut der Bonds geschichtlich in engem Zusammenhang mit der Entwicklung der amerikanischen Eisenbahnen und ist die Mannigfaltigkeit der bestehenden Bondstypen mit ihren verschiedenen Abarten größtenteils auf die beim Aufbau der amerikanischen Privatbahnen verwandten Emissionsmethoden zurückzuführen.

---

[7]) Einen Ueberblick über die Emission von festverzinslichen Werten in den der Stabilisierung folgenden Jahren gewährt die Statistik der Zulassung von festverzinslichen Wertpapieren an den deutschen Börsen. s. Anh. Tab. Nr. 2.

[8]) s. Anh. Tab. Nr. 3.

[9]) **W. Ripley,** Railroads Finance & Organization, London 1915, S. 139.

[10]) **Ch. Rosenthal,** a. a. O. S. 1.

[11]) Public Service Corporations sind Gesellschaften, die öffentliche Aufgaben, zu deren Erfüllung die Verleihung von Gerechtsamen erforderlich ist, haben.

W. Fletcher, Cyclopedea of the Law of Private Corporations, Chicago 1918, Bd. V S. 3169.

A. Kramer, „Securities of Public Service Corporations as Investments" (Annals Am. Acad. Pol. & Soc. Science, Philadelphia Bd. 25 Nr. 1 Jan. 1905) S. 101 ff.

[12]) s. Anh. Tab. Nr. 4.

[13]) **A. Dewing,** The Financial Policy of Corporations, 2. Aufl. New York 1921, Bd. 1 S. XIV.

In den Vorschriften des amerikanischen Corporation Law, die von unseren gesetzlichen Vorschriften weitgehend abweichen, liegt eine weitere Ursache für die eigenartige Entwicklung der amerikanischen Bonds. Allgemein betrachtet läßt sich sagen, daß das amerikanische Aktienrecht die präzisen Rechtsvorschriften unseres H. G. B. nicht kennt und viel lockerer konstruiert ist als unser Recht. [14]) Die in unserem Handelsrecht klar erkennbaren Grundtendenzen, eine gedeihliche Basis für die Entstehung und Fortführung des Unternehmens zu sichern, sowie den Schutz der Gläubiger und auch der Aktionäre zu gewährleisten, [15]) sind dem amerikanischen Aktienrecht fremd. — Es schränkt vielmehr den privaten Unternehmer wenig ein. Dieser konnte deshalb selbstschöpferisch auftreten und neue Arten von Obligationen schaffen, die von den hergebrachten Formen abwichen. Zu berücksichtigen ist auch, daß die Grundsätze, die das wirtschaftliche Leben der Vereinigten Staaten beherrschen, der Privatinitiative möglichst freien Spielraum lassen. [16]) Es erscheint nicht zweckmäßig, auf die einzelnen Gründe, die auf die Entstehung der verschiedenen Bondstypen eingewirkt haben, an dieser Stelle näher einzugehen und es wird dies daher mit der Betrachtung der verschiedenen Hauptarten der Bonds verbunden werden.

---

[14]) **G. v. Walther,** Convertible bonds im amerikanischen Recht und ihre Einführung in Deutschland, Borna-Leipzig 1927, S. 4.

G. Solmssen, Probleme des Aktienrechts Berlin-Leipzig 1926, S. 5 ff.

[15]) **E. Springer,** „Aenderungen des Aktienrechts zwecks Erleichterung der Kapitalbeschaffungen?" (Bank-Archiv Berlin 24. Jahrg. Nr. 1 vom 1. Okt. 1924) S. 4 ff.

[16]) **H. Münsterberg,** Die Amerikaner, 4. Aufl. Berlin 1912 S. 224 ff.

I. Teil

Allgemeine Betrachtung der amerikanischen Bonds.

I. Kapitel.

Der Begriff Bond und die Form der Bonds.

Zwischen den beiden Wertpapierkategorien — dem Stock und den Bonds — einer Corporation besteht ein grundlegender Unterschied, wenn es auch nicht an Anstrengungen gefehlt hat, solche Wertpapiere zu schaffen, die ihrem Wesen nach Merkmale, die entweder nur der Aktie oder der Obligation eigen sind, in sich vereinigen.[1] Die Stocks verkörpern das Eigentumsrecht, das ihren Inhabern an den Aktiva einer Unternehmung zusteht und verleihen diesen den Anspruch auf Teilnahme an der Verwaltung der Gesellschaft und Beteiligung am erzielten Reingewinn. Die Bonds dagegen sind Urkunden, in denen sich der Schuldner verpflichtet, dem Gläubiger zu einer bestimmten Zeit eine festgesetzte Geldsumme, die er bis zu ihrer Fälligkeit zu verzinsen hat, zu entrichten.[2] Hieraus ergibt sich, daß das Geschäftsrisiko von den Stockholders getragen wird, die Bondholders dagegen solche Kapitalisten sind, die das Bestreben haben, ihr Kapital möglichst sicher anzulegen.[3] Der Anteil der Stockholders am Gesellschaftsvermögen liefert ihnen gleichsam die Garantie für die Sicherheit des von ihnen investierten Kapitals und bedingt naturgemäß, daß den Inhabern von Stocks im allgemeinen als

---

[1]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 17 f.

[2]) **W. Fletcher,** a. a. O. Bd. I. S. 1918

Ch. Sprague, „The Proper Basis of Bond Accounts when held for Investment" (Ann. Am. Acad. Pol. & Soc. Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2. Sept. 1907) S. 1.

F. Cleveland, „Bonds in their Relation to Corporation Finance" (Ann. Am. Acad. Pol. & Soc. Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2. Sept. 1907) S. 220 ff.

A. Squire, „Essential Recitals in the Various Kinds of Bonds" (Ann. Am. Acad. Pol. & Soc. Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2. Sept. 1907) S. 56. Letzterer definiert die Bonds als „An instrument in writing, under seal, whereby one binds himself to pay a certain sum of money to another on a day named."

[3]) **I. Fischer,** Elementary Principles of Ecomonics, New York 1923, S. 425.

Ausgleich für die Uebernahme des Risikos ein höherer, allerdings ungewisser Ertrag aus dem in der Unternehmung arbeitenden Kapital zufließt als das den Bondholders zustehende feste Einkommen.

Der amerikanische Bond — die Obligation, welche von den Geldgebern gekauft und verkauft wird — verkörpert nichts anderes als das Recht ihrer Besitzer, an einem bestimmten gesetzmäßigen Vertrag teilzunehmen, den eine Corporation mit einem Treuhänder, gewöhnlich einer Trust Company, [4]) abschließt. [5]) Eine Bondsemission besteht daher aus zwei Teilen. Zunächst wird ein einzelnes Dokument genau ausgearbeitet, das der Ausgabe von Bonds zugrunde liegt. Dies ist darauf zurückzuführen, daß das amerikanische Recht den bei uns so weitgehenden gesetzlichen Schutz der Obligationäre nicht kennt und daher in den Vereinigten Staaten anstelle einer allgemein gültigen Regelung Einzelabmachung treten müssen, durch welche der Obligationär seine Rechte wahrt. [6]) Juristisch betrachtet ist dieses Abkommen ein Vertrag zugunsten Dritter, in welchem die Rechte zur Wahrung der Interessen der Bondseigentümer dem Treuhänder übertragen werden. [7]) Der Vertrag, der den Namen „trust indenture, deed of trust" oder „mortgage deed" trägt, spezifiziert aufs ausführlichste die Rechte und Pflichten beider Vertragsparteien. Sein wichtigster Bestandteil ist die Uebereignung aller Objekte, welche der Anleihe als Sicherheit dienen sollen, an den Treuhänder. Die zur Sicherstellung verwandten Grundstücke sowie das auf ihnen befindliche Mobiliar werden genau bezeichnet, desgl. die zur Uebergabe kommenden Mobilien oder Wertpapiere, falls Schuldverschreibungen durch Faustpfand sichergestellt werden sollen. Ist der Anleihevertrag in allen Punkten genau

---

[4]) Für unsere Zwecke dürfte es genügen, die Trust Companies als unter staatlicher Aufsicht stehende Finanzinstitute, denen unter anderen insbesondere treuhänderische Funktionen zukommen, zu definieren. Näheres s. **F. Kirkbriedge & J. Sterrett,** The Modern Trust Company, New York 1908.

F. Cleveland, Funds and their Uses, New York 1910, S. 256 ff.

R. Liefmann, Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, 4. Aufl. Jena 1923, S. 417 f.

[5]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 18 f.

Ein konkretes Beispiel für einen solchen Vertrag s.

Ch. Gerstenberg, Materials of Corporation Finance, 5. Aufl. New York 1924, S. 183 ff.

[6]) **G. Solmssen,** „Die Beschaffung von Krediten im Auslande" (Bank-Archiv Berlin XXIV. Jahrg. Nr. 12 vom 15. März 1925) S. 238.

G. Schacher, Die Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften, Frankenstein i. Schles. 1926, S. 84 f.

[7]) **A. Rosenthal,** a. a. O. S. 34 ff.

festgelegt, so erfolgt die eigentliche Emission der Bonds. Die Stücke werden mit einer Beglaubigung des Treuhänders versehen, daß sie unter das getroffene Abkommen fallen. [8])

Die Bonds selbst sind demnach nur Urkunden über das bestehende Schuldverhältnis. Sie enthalten das Versprechen einer Gesellschaft dem Inhaber oder dem „registered holder" eine Geldsumme zu einem bestimmten Zeitpunkte und in der Zwischenzeit in bestimmter Höhe festgesetzte Zinsen zu zahlen. Außerdem wiederholen sie kurz einige wichtige Versprechungen des Anleihevertrags, auf Grund dessen sie emittiert wurden. [9]) An erster Stelle kommt in den Bonds das Versprechen, eine bestimmte Geldsumme zu zahlen, klar zum Ausdruck. Durch diese Feststellung wird deutlich der Unterschied zwischen dem Bond und einer „share of stock" angezeigt und darauf hingewiesen, daß der Bondholder ein Kreditor und kein Teilhaber der Gesellschaft ist. In das Zahlungsversprechen wird gewöhnlich die Festlegung des Fälligkeitsdatums eingeschlossen. Hierauf folgt in der Regel die Angabe des Zinses, der periodisch zu entrichten ist und der Zahlstelle für Kapital und Zinsen. Sodann wird die Art der Sicherheit, welche dem Bondholder gewährt wurde, angeführt, sei es ein Mortgage oder irgendwelche spezielle Abmachungen, die dazu dienen, die Position des Bondholder der Gesellschaft gegenüber zu stärken.

I. Abschnitt. Long und short — term bonds.

Die Laufzeit der einzelnen Bonds variiert sehr gemäß der Lage des Kapitalmarktes z. Zt. der Emission, den Wünschen der Geldgeber und nicht zuletzt der Art der hinter den Bonds stehenden Sicherheit. Ganz allgemein lassen sich die amerikanischen Obligationen in solche mit kurzer und solche mit langer Laufzeit scheiden. [10]) Für Bonds, die in weniger als 5 Jahren fällig werden, hat sich der Ausdruck „notes" eingebürgert, der nichts anderes bedeutet als „short - time bonds". Ihre Sicherheit beruht naturgemäß mehr auf dem gegenwärtigen Kredit, den eine Gesellschaft genießt, als auf dem Vermögen derselben. Dewing teilt die einzelnen Bonds genauer ein. [11]) Er nennt diejenigen, welche 5—15 Jahre laufen, „short-term", solche

[8]) **F. Kirkbridge & J. Sterrett,** a. a. O. S. 7.

[9]) Konkrete Beispiele der Bondsurkunden s. **F. Cleveland,** Funds S. 162 ff.

[10]) **R. Montgomery,** Financial Handbook, 4. Aufl. New York 1925, S. 572.

[11]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 28.

mit einer Laufzeit von 15 — 40 Jahren „medium - term", und die erst nach 40 Jahren fällig werden „long - term bonds". Die Unterscheidung ist wichtig nicht nur, weil sich hiernach meistens Schlüsse auf die Art der hinter den verschiedenen Bonds stehenden Sicherheiten ziehen lassen, sondern auch weil die Placierung der einzelnen Arten eine andere ist. Notes und short - term bonds haben gewöhnlich den Charakter von „debentures", d. h. sie tragen keine spezielle Sicherheit oder aber sie sind durch die Verpfändung anderer Bonds, die die Gesellschaft vor Eintritt der Fälligkeit der „short - term" Obligationen zu verkaufen vorhat, sichergestellt. Als ihre Käufer kommen meistens Banken und Geschäftsleute in Frage, die ihr Kapital liquide erhalten müssen. Medium- und long - term bonds werden meist von Geldgebern übernommen, die ihr Kapital langfristig investieren können und wollen, z. B. von Sparkassen und Versicherungsgesellschaften, denen es auf eine beständige Anlage ihrer Aktiva ankommt. Diese legen der Natur ihres Geschäftes entsprechend Wert darauf, daß die von ihnen gekauften Papiere möglichst sicher sind, was zur Folge hat, dass solche Bonds meistens durch ein Mortgage sichergestellt werden. Auch die Emittenten der Bonds sind andere. Long - term bonds werden im allgemeinen nur von den großen Eisenbahngesellschaften und einigen bedeutenden großstädtischen Public Service Corporations ausgegeben. Praktisch unbekannt sind sie bei Industrieunternehmungen, da die Anlage suchenden Kapitalisten den Wert eines solchen als zu fluktuierend und zu ungewiß ansehen, als daß er die Grundlage für eine langfristige Bondsemission liefern könnte. [12]) In einigen äußerst seltenen Fällen sind Bonds von ewiger Laufzeit sogen. „perpetual bonds" auch „irredeemable annuities" genannt emittiert worden. [13])

Da die meisten Bonds eine Klausel enthalten, durch welche es der emittierenden Gesellschaft ermöglicht wird die Obligationen vor Fälligkeit einzuberufen, was allerdings in der Regel die Zahlung eines bestimmten Aufgeldes zur Voraussetzung hat, ist die Scheidung in „redeemable" und „irredeemable bonds" von Wichtigkeit. [14]) Für die Gesellschaft kann es sehr wesentlich sein, ob ihre Bonds redeemable sind oder nicht. Sie kann z. B. infolge einer früheren

---

[12]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 28 ff.

[13]) **Ch. Rosenthal,** a. a. O. S. 6.

F. Cleveland, „Classification and Description of Bonds" (Annals Am. Acad. Pol. & Soc. Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2. Sept. 1907) S. 217.

[14]) **A. Squire,** a. a. O. S. 59.

irreedemable Bondsemission eine größere Neuausgabe von Obligationen nicht in die Wege leiten, da das hierfür als Sicherheit erforderliche Vermögen vollkommen von den alten Bonds in Anspruch genommen wird. Sind die Bonds dagegen redeemable, so steht es ihr frei, nach einer bestimmten Zeit oder auch zu verschiedenen Zeitpunkten die Anleihe zurückzuzahlen. Den Gläubigern der Gesellschaft steht das Recht, Tilgung vor Fälligkeit zu verlangen, dagegen nicht zu.[15])

Wenn bei der Bondsaufgabe vorgesehen ist, daß die Gesellschaft jedes Jahr einen bestimmten Teil der ausstehenden Schuldverschreibungen amortisieren soll, so spricht man von „sinking fund bonds".[16]) Diese Schuldverschreibungsart wird meistens unter den Industrieobligationen angetroffen, während der Hauptteil der Eisenbahnemissionen bei Fälligkeit refundiert wird.[17])

2. Abschnitt. Gold und legal tender bonds.

Die amerikanischen Bonds können entweder in Gold oder in gesetzlichen Zahlungsmitteln zurückgezahlt werden. Gold bonds sind solche, die der Schuldner bei Fälligkeit in Goldstücken der Vereinigten Staaten von dem z. Zt. der Emission der Anleihe vorhandenen Gewicht und Feingehalt (of present weight and fineness) zurückzahlen muß. Legal tender bonds können mittels der gesetzlichen Zahlungsmittel getilgt werden.[18]) Die Unterscheidung ist für den Augenblick von keiner praktischen Bedeutung, da zur Zeit in der Union alle gesetzlichen Zahlungsmittel in Gold einlösbar sind. Daß sie jedoch unter Umständen von großer Wichtigkeit werden kann, beweist die jüngst vergangene Zeit. Infolge des Weltkrieges gingen viele Nationen dazu über, die Einlösbarkeit der Noten in Gold aufzuheben. Die Folgen, die diese Maßnahme speziell auch für Deutschland hatte, sind zu bekannt, als daß auf dieselben näher eingegangen zu werden brauchte.

---

[15]) **W. Wood,** Modern Business Corporations, Indianapolis 1906, S. 130.
F. Cleveland, Funds S. 185.

[16]) In der Privatfinanz werden unter „sinking funds" Zahlungen der Gesellschaften an den Treuhänder der Bonds verstanden, die den Zweck haben, zur serien- bezw. ratenweisen Tilgung der Bonds oder aber zur Rückzahlung des Kapitals bei Fälligkeit zu dienen.
C. Keys, „Bond Redemption and Sinking Funds" (Ann. Am. Acad. Pol & Soc. Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2 Sept. 1907) S. 21 ff.
A. Dewing, a. a. O. S. 31 sowie Bd. 3 S. 125 ff.

[17]) **R. Montgomery,** a. a. O. S. 580.

[18]) **F. Cleveland,** Funds S. 183.
F. Cleveland, Classification S. 217.

3. Abschnitt. Coupon und registered bonds.

Die Art der Zahlung von Kapital und Zinsen scheidet die Bonds in zwei Gruppen, die coupon und die registered bonds. Die ersteren sind gewöhnlich an den Ueberbringer zahlbar und die Zinszahlung geschieht durch Einlösung der besonderen Coupons, die den einzelnen Schuldverschreibungen beigegeben sind. Fällig gewordene Zinsscheine werden von den übrigen getrennt und zur Einlösung präsentiert. Bei den letzteren sind die Nummern der einzelnen Stücke, sowie Name und Adresse der betreffenden Eigentümer in den Büchern der Gesellschaft, oder bei deren Agenten — gewöhnlich einer Trust Company — verzeichnet. Eine Zahlung der Zinsen und des Kapitals erfolgt dann nur an denjenigen, der als Eigentümer eingetragen ist und auch die Uebertragung von Bonds ist nur durch Umschreibung in den betreffenden Registern möglich. [19])

2. Kapitel.

Die Hauptarten der Bonds und ihre Funktionen.

1. Abschnitt. Versuch einer Klassifizierung der Bonds.

Wenden wir uns nach den bisherigen allgemeinen Vorbemerkungen einer Betrachtung der hauptsächlichen Bondsarten zu, so erhebt sich die schwierige Frage, wie die Bonds zu klassifizieren sind. Eine Scheidung läßt sich unter den verschiedensten Gesichtspunkten vornehmen z. B. nach dem mit der Bondsausgabe verfolgten Zweck, dem Charakter der emittierenden Gesellschaft, der Art der Zahlung von Kapital und Zinsen oder auch der Sicherheit des investierten Kapitals. [1]) Für unsere Zwecke dürfte allein das letzterwähnte Merkmal von entscheidender Bedeutung sein und das wirklich Wesentliche der einzelnen Bondstypen herausstellen, da die übrigen mehr äußerlich und deshalb untergeordneter Natur sind.

Im Anschluß an Dewing, der eine Klassifizierung der Bonds nach der Anlagesicherheit vorgenommen hat, [2]) lassen sich folgende Bondsarten unterscheiden:

---

[19]) **W. Wood,** a. a. O. S. 129.
W. Fletcher, a. a. O. Bd. 1, S. 1920 ff.
F. Cleveland, Funds S. 184.
[1]) **Ch. Gerstenberg,** a. a. O. S. XIII.
R. Montgomery, a. a. O. S. 573.
A. Squire, a. a. O. S. 56.
F. Cleveland, Classification S. 208 ff.
[2]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 40 f.

I. Bonds, die durch das Vermögen der Gesellschaft sichergestellt sind:

1) Durch Sachvermögen gesicherte Bonds, d. s. die verschiedenen Klassen der mortgage bonds:
   a) General first mortgage bonds,
   b) Divisional bonds,
   c) Special direct lien mortgage bonds,
   d) Second, third usw. mortgage bonds,
   e) General und consolidated mortgage bonds,
   f) Refunding mortgage bonds.

2) Durch Wertpapierbesitz der Gesellschaft sichergestellte Bonds:
   a) Collateral trust bonds,
   b) Gesicherte short-term notes.

II. Bonds, deren Sicherheit in weitem Umfange, wenn nicht vollkommen, auf dem Kredit beruht, den die emittierende Gesellschaft genießt:

a) Receivers' certificates,
b) Assumed bonds,
c) Guaranteed bonds,
d) Joint bonds,
e) Debentures,
f) Income bonds.

Eine Sonderstellung, die es nicht möglich macht, sie in den obigen Rahmen einzuordnen, nehmen die equipment bonds und car trust certificates sowie die convertible bonds, die deshalb auch gesondert behandelt werden, ein. [3])

---

[3]) In der Praxis kommen zahlreiche Abarten der Haupttypen vor, was schon ein Blick in ein Handbuch der Börsenpapiere, etwa Moody's Manual of Corporation Securities, New York, den Börsen- oder Anzeigenteil des Commercial & Financial Chronicle, New York, oder irgendein Kursblatt lehrt. Aus dem bloßen Namen der Bonds lassen sich wegen der sehr verschiedenen und oft recht allgemein gehaltenen Benennung derselben vielfach keine Schlüsse auf ihren eigentlichen Charakter ziehen und ist zur genauen Orientierung darüber häufig eine Einsichtnahme in den Anleihevertrag erforderlich. Beispiele für vorkommende Bondsbezeichnungen:

First lien collateral trust sinking fund gold bonds,
First consolidated mortgage gold bonds,
First lien and refunding mortgage gold bonds,
First mortgage collateral gold bonds,
First lien collateral trust gold bonds,
Refunding and improvement mortgage gold bonds,
General consolidated mortgage bonds.

2. Abschnitt. Die durch Sachvermögen sichergestellten mortgage bonds.

1) Der Begriff Mortgage und die Entstehung der mortgage bonds.

Um das Wesen der für das amerikanische Wirtschaftsleben so wichtigen mortgage bonds zu verstehen, ist es erforderlich, sich kurz mit dem Begriff „Mortgage" zu befassen.

Cleveland definiert das Mortgage als einen Pfandvertrag, durch den dem Gläubiger das in diesem Vertrage namhaft gemachte Vermögen als Sicherheit für die Zahlung der Bonds verpfändet wird.[4]) Eine genauere, etwas ausführlichere Beschreibung des Mortgage, die wörtlich angeführt werden soll, stammt von Mead: „A mortgage is a written instrument for the conveyance of real or personal property by a debtor to the creditor or his representative to insure the performance by the debtor of his promise to pay interest and capital. But the possession of the property may remain with the debtor, and this is the rule, when real property is plegded. When personal property, however, such as shares of stock, is plegded as security for a loan, the property is usually turned over to the lender's representative or trustee, usually a trust company".[5]) „Das Mortgage erfüllt wirtschaftlich die Aufgabe unserer Hypothek, des Pfandrechts ohne Besitz, während Verpfändung mit Besitzübergabe (pledge) unserem Faustpfand entspricht".[6]) Das übliche Eisenbahnmortgage ist z. B. ein direktes Pfandrecht an dem Bahndamm, den Schienen, dem Wegerecht, (right of way) Gerechtsamen und etwaigem andern greifbaren Vermögen der Gesellschaft,[7]) das wie oben erwähnt, vertraglich zwischen den Parteien festgelegt wurde. Demgemäß stellt ein mortgage bond nichts anderes dar, als den Bruchteil eines Mortgage, das auf einen Teil oder das Gesamtvermögen der emittierenden Gesellschaft gelegt ist.[8]) [9])

---

[4]) **F. Cleveland,** Funds S. 153,

[5]) **E. Mead,** Corporation Finance 5. Aufl. New York und London 1925, S. 51 f.

[6]) **P. Holdheim,** „Mortgage und Mortgagebonds" (Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen, Berlin III. Jahrg. Nr. 20 vom 29. Sept. 1894) S. 355.

[7]) **Th. Mitchell,** „The Collateral Trust Mortgage in Railway Finances" (Quarterly Journal of Economics, Boston Bd. XX Mai 1906) S. 443 ff.

[8]) **W. Lyon,** Capitalization, London 1913, S. 37.

[9]) Unter Mortgage wird einmal die Hypothek, das Pfandrecht als solches verstanden, mit dem Worte Mortgage aber auch der ganze

Zwei Typen von Mortgages müssen unterschieden werden, nämlich die „closed" und die „opened mortgage". Bei der closed mortgage ist der Betrag der Bonds, die auf Grund derselben emittiert werden können, beschränkt; eine bestimmte Anzahl Bonds werden ausgegeben und damit ist die Emission geschlossen. Die opened mortgage dagegen gestattet für die Folgezeit die Ausgabe weiterer Bonds, denen das gleiche Pfandrecht zusteht, wie den bereits früher begebenen, schafft also praktisch eine genügend große Bondsreserve für etwaige zukünftige Bedürfnisse der Gesellschaft. [10]) Um Missbräuche des opened mortgage zu verhindern, wohl auch besonders um zu verhüten, daß das investierungslustige Publikum, dem es zum großen Teil auf die Sicherheit seiner Kapitalanlage ankommt, vor dem Kauf solcher Bonds zurückschreckt, pflegt man Bestimmungen zu erlassen, welche die Verwendung des durch weitere Emissionen erlangten Kapitals genau regeln, sieht eine Kontrolle ihrer Ausgabe durch eine unbeteiligte Stelle vor oder trifft ähnliche Vorsichtsmassnahmen. [11])

Die mortgage bonds zerfallen in verschiedene Klassen, die sich nach dem Grade der ihnen verliehenen Sicherheit unterscheiden.

First mortgage bonds sind durch ein Mortgage gesicherte Obligationen, durch welche das Vermögen der Gesellschaft soweit es unter dasselbe fällt, in dem Fall, daß Zins- und Kapitalzahlung unterlassen wird, den Gläubigern, die meist durch einen Treuhänder repräsentiert werden, wenigstens theoretisch übertragen wird. [12]) Die Einschaltung der Worte „wenigstens theoretisch" ist deshalb wesentlich, weil in der neueren Zeit die amerikanische Gerichtspraxis durch Ernennung von Receivern, sobald sich bei einer Gesellschaft finanzielle Schwierigkeiten zeigen, darauf hinausgeht, den Wortlaut und den Geist (letter and spirit) des

---

einer Bondsemission zugrundeliegende Vertrag, dessen wichtigsten Bestandteil die Bestimmungen über die Sicherstellung der zu emittierenden Obligationen bilden, bezeichnet. Das Mortgage deckt sich demnach nicht mit unserm Begriff Hypothek. Soweit es sich jedoch darum handelt, den wirtschaftlichen Charakter der mortgage bonds klarzustellen, dürfte es genügen, sie kurz als hypothekarisch sichergestellte Obligationen zu bezeichnen, welche Definition auch in der deutschen Literatur am häufigsten anzutreffen ist. Näheres über das Recht des Mortgage s.

W. Fletcher, a. a. O. Bd. III, S. 2229 ff.

P. Holdheim, a. a. O. S. 349 ff.

Die Einzelheiten eines solchen Pfandvertrags sind aus dem angegebenen Werke von **Ch. Gerstenberg,** S. 183 ff. zu ersehen.

[10]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 25 ff.

I. Singer, Die amerikanischen Bahnen und ihre Bedeutung für die Weltwirtschaft, Berlin 1909, S. 47.

[11]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 294.

[12]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 41 f.

Mortgage zu vereiteln.[13]) Die grundlegende Sicherheit eines first mortgage bond besteht daher tatsächlich allein in der Gewißheit, daß außer durch Rechtsspruch der Bondholder den ersten Anspruch auf das Vermögen der Gesellschaft hat in dem Fall, daß seine Rechte bedroht sind und diese nicht durch spätere Ansprüche verdrängt werden können.

Die mortgage bonds verdanken ihren Ursprung der Finanzierungspraxis der amerikanischen Bahnen und gehen auf die Zeit zurück, in der Amerika noch auf die Aufnahme ausländischen, speziell englischen Kapitals angewiesen war. In der ersten Zeit bis gegen 1840 wurden die Bahnen vollständig durch Stocksubskription gebaut. Es zeigte sich jedoch oft, daß der Bahnbau kostspieliger war, als veranschlagt und entweder die Mittel fehlten, um ihn zu Ende zu führen oder eine notwendige Erweiterung der bereits gebauten Strecken vorzunehmen. Da die Stockholders ihre Subskriptionen nicht vergrößern wollten, oder auch nicht konnten, gaben sie ihre Zustimmung dazu, daß die bereits gebaute Bahnlinie als Grundlage für eine aufzunehmende Anleihe diente, denn die ausländischen Kapitalisten, insbesondere die englischen Bankiers, die bei der damaligen Kapitalarmut Amerikas in der Hauptsache als Geldgeber in Frage kamen, verlangten Sicherheit für ihre Anleihen in Form eines Pfandrechtes am Sachvermögen der Bahnen.[14]) Nachdem die Praxis mortgage bonds zu emittieren einmal aufgekommen war, haben sich diese Obligationen schnell den ersten Platz unter den übrigen Bonds erringen können. Dies beweist am besten die amtliche Statistik für 1913 der wichtigsten amerikanischen Schuldverschreibungen, nämlich der Eisenbahnbonds. Nach dieser

---

[13]) Die Receivership ist nicht gleichbedeutend mit dem Konkurs, sondern ihr Zweck ist die Sperrung der Einnahmen der Gesellschaft, um diese den bevorrechtigten Gläubigern zuzuführen. (**J. Singer,** Die am. Bahnen, S. 52; **P. Holdheim,** a. a. O. S. 357.) Die Periode dieser gerichtlichen Verwaltung wird gewöhnlich dazu benutzt, um durch Beschaffung neuer Kapitalien eine Sanierung herbeizuführen, was in der Regel allerdings nur mit Opfern der alten Gläubiger zugunsten der neuen Geldgeber zu ermöglichen ist. In etwa läßt sich demnach die Receivership mit der uns bekannten Geschäftsaufsicht und dem neuen Vergleichsverfahren vergleichen. Während der Periode von 1893—99 geriet beispielsweise eine Reihe von großen amerikanischen Eisenbahnen, wie die Erie, die Northern-Pacific, die Atchinson, Topeka & Santa Fé usw., die später sämtlich reorganisiert wurden, in die Hand von Receivern. (**St. Daggett,** Railroad Reorganisation, Boston u. N. Y. 1908, S. V.

[14]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 1 ff, 10, 105 ff.

F. Cleveland & F. Powell, Railroad Finance, New York und London 1923, S. 50 ff.

E. Picard, Die Finanzierung nordamerikanischer Eisenbahngesellschaften, Jena 1912, S. 82 ff.

belief sich die gesamte fundierte Verschuldung der Eisenbahnen auf: [15])

Mortgage bonds	$ 8 186 366 000
Income bonds	250 290 000
Plain bonds, debentures, notes	1 107 076 000
Collateral trust bonds . . .	1 189 636 000
Miscellaneous	82 858 000
Equipment trust bonds	369 285 000
	$ 11 185 511 000

Zur Zeit stellen sie den populärsten Bondstyp der Union dar und werden es nach Ansicht von Montgomery auch immer bleiben. [16]) Dies hat seinen Grund darin, daß die amerikanischen Finanzleute dem Gedanken einer speziellen Sicherheit ergeben sind, der es bis vor wenigen Jahren unmöglich machte, debenture bonds zu Preisen, die im gleichen Verhältnis zu ihrer Sicherheit standen, abzusetzen. [17]) Heute haben die first mortgage bonds eine weite Verbreitung gefunden. Sie werden nicht mehr allein von den Eisenbahngesellschaften, sondern auch von den Public Service Corporations, den Industrieunternehmungen, Bergwerksgesellschaften usw. verwandt. Nach Art der emittierenden Gesellschaft sind jedoch die Bonds, was ihre Sicherheit angeht, verschieden zu bewerten. Letzten Endes bildet nicht das durch das Mortgage belastete Vermögen die Grundlage für die Sicherheit der Bonds, sondern resultiert diese aus der Fähigkeit des Unternehmens Ueberschüsse zu erzielen. Kann z. B. eine Bergwerksgesellschaft ihren Zahlungen nicht mehr nachkommen, etwa weil die Ergiebigkeit zu gering geworden ist oder anderwärts neue Funde erschloßen wurden, die eine viel rentablere Ausbeute gestatten, so wird sich das den Besitzern der mortgage bonds zur Befriedigung ihrer Ansprüche zur Verfügung stehende Vermögen oft als wertlos erweisen oder nicht ausreichen, um die Bondholders voll abzufinden. Eine Industrieunternehmung kann infolge einer Wirtschaftskrise, eines plötzlichen Modewechsels, starker Konkurrenz usw. ebenfalls leicht in finanzielle Schwierigkeiten geraten. Solche Gefahren brauchen die Public Service Corporations und die Eisenbahnen noch weniger zu befürchten. Die ersteren, wie Straßenbahn-, Gas-, Elektrizitäts-, Telefon-Gesellschaften haben wegen der von ihnen zu erfüllenden öffentlichen Aufgaben, die sie, wie schon früher erwähnt, auf Grund von Gerechtsamen ausüben, bereits einen Vorrang vor den

[15]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 139.
[16]) **R. Montgomery,** a. a. O. S. 575.
[17]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 292.

übrigen reinen Privatunternehmungen. Die Eisenbahnen haben ebenfalls infolge ihrer öffentlichen Aufgaben und ihres Monopols eine überaus starke Stellung im Vergleich zu allen anderen Gesellschaften. Es braucht zum Beweise nur darauf hingewiesen zu werden, daß bald die ganze Wirtschaft ihrer Dienste bedarf, ein Einnahmeausfall auf der einen Seite infolge der Vielfältigkeit der transportierten Güter sich leichter als bei andern Gesellschaften auf der andern Seite wieder wettmachen läßt, sie eine Konkurrenz infolge der hohen Anlagekosten kaum zu befürchten haben u. s. f. [18])

Es ist deshalb auch leicht erklärlich, daß die Eisenbahnbonds und nach ihnen die Obligationen der Public Service Corporations die beliebtesten und weitverbreitesten Anlagepapiere des amerikanischen Publikums bilden und die Bedeutung und die Höhe der ausgegebenen Industrieschuldverschreibungen erst in den letzten Jahren mit der wachsenden Konsolidierung der amerikanischen Wirtschaft zugenommen hat. [19])

Von Wichtigkeit ist es, ob die mortgage bonds die „after-aquired property" Klausel enthalten oder nicht. [20]) Ist diese vorhanden, so erstreckt sich das Mortgage nicht nur auf das bereits vorhandene Vermögen, sondern erfaßt auch das später erworbene. Der Wert der Bonds wird hierdurch, vom Standpunkte des Geldanlegers betrachtet, erhöht, der Gesellschaft kann diese Abmachung jedoch später sehr hinderlich sein, da sie die Emission weiterer mortgage bonds auf Grund von neu erworbenem Vermögen verhindert.

2) Die verschiedenen Typen der mortgage bonds.

Divisional bonds sind gewöhnlich first mortgage bonds, die nur durch einen Teil des Vermögens einer Eisenbahn — etwa eine bestimmte Linie — gesichert sind. Es handelt sich bei ihnen in der Regel um Ueberbleibsel alter Bondsemissionen, die vor einer Konsolidierung oder Reorganisierung der heutigen Systeme ausgegeben wurden, oder aber um ausstehende Schuldverschreibungen, zu deren Sicherheit wesentliche Teile eines großen Bahnsystems dienen. [21])

---

[18]) **F. Mundy,** „Railroad bonds as an Investment Security" (Ann. Am. Acad. Pol & Soc. Science, Bd. 30 Nr. 2 Sept. 1907) S. 120 ff.
E. Meade, Trust Finance, New York 1903, S. 270.
[19]) **E. Mead,** Corporation Finance S. 93 ff.
W. Lyon, Capitalization, London 1913, S. 15.
[20]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 44 f.
[21]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 45 f.
W. Wood, a. a. O. S. 126.

Sehr ähnlich sind ihnen eine Reihe anderer Bondstypen, die meist ebenfalls durch ein an erster Stelle rangierendes Mortgage sichergestellt sind. Der Name dieser Obligationen charakterisiert allein den Zweck ihrer Ausgabe und bringt ihn oft in unzweideutiger Weise zum Ausdruck, wie dies bei den terminal bonds, bridge bonds, dock bonds, wharf bonds usw. der Fall ist, die ausgegeben werden, um das für den Bau eines Bahnhofs, einer Brücke, eines Docks, einer Fähre usw. erforderliche Kapital zu beschaffen.[22] Zu ihrer Emission werden oft besondere Gesellschaften ins Leben gerufen, deren Gründer die an der Errichtung und späteren Verwendung des betr. Bauwerks interessierten Unternehmungen sind. Man denke hier z. B. an Eisenbahnen, die gemeinsam einen Bahnhof oder eine Brücke bauen. Solche durch ein Pfandrecht an einem bestimmten Sachvermögen, sichergestellte Bonds finden auch bei der Finanzierung anderer als gerade der Transportunternehmungen Verwendung. So steht zur Zeit eine Emission von 4 1/2 % Real Estate Bonds der Western Union Telegraph Company aus, die durch die Ländereien, die Gebäude und Anlagen der Gesellschaft in New York und Chikago sichergestellt ist. Der Zweck, der mit der Ausgabe solcher Bonds verfolgt wird, ist gewöhnlich Obligationen zu einem niedrigeren Zinsfuß in den Verkehr zu bringen, als solche Schuldverschreibungen bedingen, die auf dem allgemeinen Kredit der Gesellschaft beruhen. Die Käufer von Obligationen geben solchen Bonds, die durch bestimmtes, abschätzbares Sachvermögen sichergestellt sind, vor denjenigen, die nur ein allgemeines Pfandrecht an weitverstreuten Vermögensbestandteilen besitzen, den Vorzug.[23]

Second, third usw. mortgage bonds rangieren wie sich bereits aus dem Namen ergibt, hinter den erststelligen Bonds. Solche Obligationen werden unter dem Namen junior mortgage bonds zusammengefaßt.[24] Die Priorität der einzelnen Bonds bestimmt zwar nominell betrachtet, die relative Stellung der einzelnen Obligationäre bei einer evtl. Verteilung der Aktiva, regelt aber in Wirklichkeit nur die Rangfolge der Bondsbesitzer bei der Zinszahlung.[25] Zinsen werden zunächst gezahlt auf die first, dann second, third usw. mortgage bonds. Diese Scheidung hat keine Bedeutung, solange die Einnahmen der Gesellschaft groß genug

---

[22]) **Ch. Rosenthal,** a. a. O. S. 13.
F. Cleveland & F. Powell, a. a. O. S. 79 ff.
W. Ripley, Railroads Finance, S. 122.
F. Cleveland, Classification S. 209 f.
[23]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 46 f.
[24]) **R. Montgomery,** a. a. O. S. 575.
[25]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 48 ff.

sind, da eine Ausschüttung von Dividenden erst dann möglich ist, wenn auf sämtliche Schuldverschreibungen die Zinsen entrichtet wurden. Gehen dagegen die Einkünfte der Gesellschaft zurück, sodaß ihre Zahlungsfähigkeit erschüttert wird, dann ist die Trennung von wesentlicher Bedeutung. Auf die first mortgage bonds können in solchen Fällen evtl. noch Zinsen gezahlt werden, spätere Emissionen dagegen vollkommen ausfallen. Bei der Uebernahme von Opfern, zu denen sich die Bondsgläubiger unter Umständen entschließen müssen, um den Konkurs einer Unternehmung zu verhindern und eine Reorganisierung zu ermöglichen, werden naturgemäß die Inhaber von first mortgage bonds am wenigsten und die Besitzer im Range nachstehender Emissionen härter betroffen. Second, third usw. mortgage bonds bedingen, da ihre Sicherheit nicht so groß ist wie die der first mortgage bonds, als Ausgleich für das größere Risiko eine höhere Verzinsung.[26]) Noch spätere Emissionen als second mortgage bonds werden — die Obligationen von großen Eisenbahngesellschaften ausgenommen — selten gefunden und dann auch meist unter einer anderen Bezeichnung. Der Grund hierfür ist darin zu suchen, daß die Geldgeber eine Abneigung gegen Begriffe wie third oder sixth mortgage bonds haben. Dies hat dazu geführt, daß die Eisenbahnen aufhörten, ihre Bonds so zu nennen und sich lieber der Ausdrücke „general" „consolidated", „refunding" oder ähnlicher illusorischer Namen für ihre jüngeren Bondsausgaben bedienten.[27]) Aehnlich steht es mit den prior lien bonds. Der Name könnte vermuten lassen, daß solche Obligationen allen anderen Emissionen derselben Gesellschaft rangmäßig vorangingen. Dies ist jedoch höchst selten der Fall und der Name „prior lien" bildet im allgemeinen nichts anderes als einen relativen Begriff, der andeutet, daß solche Papiere irgendeiner anderen Emission im Range vorgehen.[28]) Der Name allein kennzeichnet also vielfach nicht den wirklichen Charakter der Bonds.

Wenn eine Gesellschaft, die bereits first oder auch second mortgage bonds ausgegeben hat, weiteres Kapital benötigt, so kann sie sich dieses durch Emission von general oder consolidated mortgage bonds, die vielfach auch als „blanket mortgage bonds" bezeichnet werden, verschaffen. Zu ihrer Sicherheit dient das gesamte Vermögen der Gesellschaft,

[26]) **R. Montgomery,** a. a. O. S. 576.
H. Lyon, Corporation Finance, New York, 1916 S. 37.

[27]) Beispiele: Die 1996 fälligen General Lien Bonds der Erie Railroad, die 1920 fällig gewordenen 7% Consolidated Bonds der Erie Railway sowie die First Lien and Refunding Mortgage Bonds der Union Pacific Railroad, welche 2008 fällig werden.

[28]) **Ch. Rosenthal,** a. a. O. S. 11.

das bereits ganz oder nur teilweise durch im Range vorgehende Bonds belastet ist.[29] Diese beiden Bondsarten tragen trotz des verschiedenen Namens den gleichen Charakter. Als consolidated bonds pflegen sie bezeichnet zu werden, wenn ihre Emission die Folge eines Zusammenschlusses mehrerer Gesellschaften ist. Bei ihrer Ausgabe wird vielfach Vorsorge für eine Zurückziehung der bevorrechtigten Obligationen getroffen, nach deren Tilgung sie dann automatisch zum Range von first mortgage bonds aufrücken.[30] Das gleiche ist der Fall, wenn die älteren Emissionen fällig geworden sind und zurückgezahlt wurden.[31]

Heute wird anstelle der Bezeichnung „general" oder „consolidated" gewöhnlich der Ausdruck „refunding" benutzt, um die Tatsache zu betonen, daß die Emission in der Hauptsache dazu bestimmt ist, ältere Anleihen zu tilgen.[32] Solche refunding bonds sind leichter verkäuflich, da nach der Meinung der Geldgeber die Sicherheit einer derartigen Emission zunimmt. In Wirklichkeit werden ja auch diese Schuldverschreibungen zu first mortgage bonds, sobald die früheren Obligationen getilgt sind,[33] wobei allerdings zu berücksichtigen ist, daß meist nicht der ganze Erlös solcher Bonds zur Begleichung alter Schulden verwandt wird, sondern auch Teile davon für Verbesserungen, Neuanschaffungen u.s.w. Verwendung finden.

3. Abschnitt.

Durch Wertpapierbesitz gesicherte Bonds.

1) Die collateral trust bonds.

Die collateral trust bonds gehören zu den wichtigsten Erfindungen der modernen Eisenbahnfinanz und spielen auch bei der Kapitalbeschaffung der übrigen Unternehmungen eine solch bedeutende Rolle, daß man diese Obligationsform als heute schlechthin unentbehrlich bezeichnen kann. Sehr interessant ist die Geschichte ihrer Entstehung, die gleichzeitig ein gutes Beispiel dafür abgibt, wie eine Gesellschaft auf legalem Wege eine gesetzliche Vorschrift

[29] **W. Wood,** a. a. O. S. 126.
F. Cleveland, Funds S. 174 ff.
W. Lyon, Capitalization S. 38.
[30] **E. Mead,** Corporation Finance S. 297.
[31] **A. Dewing,** a. a. O. S. 50.
[32] **A. Dewing,** a. a. O. S. 50 ff.
[33] Beispiel: Die New York and Harlem 3½% Bonds, welche 2000 fällig werden, sind heute first mortgage bonds, da die alten first mortgage bonds inzwischen zurückgezahlt wurden.

umgangen hat. Die Regierung der Vereinigten Staaten hatte den Aufbau der Union Pacific Railroad, wie auch viele andere Bahngesellschaften, finanziell stark subventioniert und besaß als Sicherheit für die gewährte Anleihe — die Gelder waren gegen second mortgage bonds gewährt worden — ein an zweiter Stelle rangierendes Pfandrecht an dem gesamten Vermögen der Gesellschaft. Im Jahre 1873 nahm der Kongreß, um eine Schwächung des der Regierung zustehenden Pfandrechts zu verhindern, ein Gesetz an, durch welches der Gesellschaft untersagt wurde, ihr Vermögen durch weitere Bondsemissionen, deren Sicherheit auf dem Vermögen der Unternehmung beruhte, zu belasten. Es verhinderte also die Schaffung von direkten mortgage bonds vollkommen. Hierdurch wurde die Union Pacific, da ein Ausbau des Eisenbahnnetzes in großem Umfange mittels der aus Bondsemissionen erzielten Einnahmen erfolgte, verhindert sich weiter auszudehnen und neue Strecken und Zweiglinien zu bauen. Aber man fand bald einen Ausweg. Mit Hilfe von Gründung neuer, vor dem Gesetze selbständiger Gesellschaften, deren Aufgabe es war, die gewünschten Strecken zu bauen, konnte man die gesetzlich gezogenen Schranken durchbrechen. Diese Gesellschaften mußten natürlich von der Muttergesellschaft kontrolliert werden, damit sie nicht in die Hände der Konkurrenz gerieten. Obligationen von kleineren Hilfsgesellschaften liessen sich aber nicht beim Publikum unterbringen, es sei denn, Zinsen und Kapital waren von der Muttergesellschaft garantiert. Hierzu war die Union Pacific aber nicht imstande, da eine solche Garantie wenigstens eine mögliche feste Belastung der eigenen Einnahmen herbeiführen konnte und folglich gegen das Gesetz verstieß. Diese schwierige Situation gab den Anlaß zur Schaffung der „Union Pacific 6 per cent collateral trust bonds of 1879".[1])

Zum Bau der gewünschten Linien wurden Tochtergesellschaften gegründet, das nötige Kapital wurde von der Union Pacific aus den laufenden Einnahmen vorgeschossen. Als Gegenleistung erhielt diese die stocks und 7% first mortgage bonds der kleineren Gesellschaften. Zur Ab-

[1]) Bereits früher waren in einigen Ausnahmefällen collateral trust bonds begeben worden (**A. Dewing,** a. a. O. S. 54). Als erste Emission dieser Art führt Singer die 1870 ausgegebenen, durch Hinterlegung von Aktien gesicherten collateral trust bonds der Pennsylvania Company an (**I. Singer,** Die amerikanischen Bahnen, S. 48). Diese Emissionen haben jedoch eine größere Bedeutung nicht gehabt, was auch daraus hervorgeht, daß die Anleihe der Union Pacific in der amerikanischen Literatur als der eigentliche Ausgangspunkt der Entstehung und Verwendung von collateral trust bonds bezeichnet wird. Näheres über diese Obligationen der Union Pacific ist aus den unter Anm. 2 angeführten Werken zu ersehen.

deckung der gewährten Vorschüsse wiederum verpfändete die Union Pacific diese first mortgage bonds als Sicherheit für eine eigene Bondsemission von $ 7 000 000. Solange die Untergesellschaften die Zinsen auf die first mortgage bonds pünktlich zahlten, wurden auch die Zinslasten der Union Pacific nicht vermehrt und sie zog gleichzeitig den Nutzen aus einem ertragreichen Verkehrsaustausch mit diesen Gesellschaften. Auf diese Weise gelang der Union Pacific — getreu dem Buchstaben des Gesetzes — das Kunststück, ihr System auszubauen.[2])

Aus dem Vorstehenden ergeben sich bereits die wesentlichen Merkmale der collateral trust bonds und erhellen sich die zwischen ihnen und den mortgage bonds bestehenden Unterschiede. Sie sind nicht gesichert durch ein Mortgage an Sachvermögen, sondern ein solches an Wertpapieren anderer, besonders Untergesellschaften, die bei einem Treuhänder hinterlegt werden. Ein Dritter, gewöhnlich eine Trust Company, erhält den Besitz von Aktien oder Obligationen, die gemäß den Bestimmungen des Treuhandvertrages, der „trust indenture" als Sicherheit für die Bondsemission dienen.[3]) Das Pfandrecht dieser Obligationen ist deshalb nicht unmittelbar, sondern indirekt.[4]) Demgemäß lassen sich die collateral trust bonds in kurzen Worten als Obligationen kennzeichnen, die durch ein Pfandrecht an Schuldverschreibungen oder Aktien oder auch an beiden und deren Hinterlegung bei Treuhändern sichergestellt sind.[5]) [6])

Außer um eine, die Finanzierung hindernde gesetzliche Schranke illusorisch zu machen, wurden die collateral trust bonds zuerst von den Bahngesellschaften verwandt, um eine Vielheit von Bonds kleiner Untergesellschaften, die einzeln nicht untergebracht werden konnten, zur Grundlage der Ausgabe einer marktfähigen Bondsemission zu machen.

Gegen Ende des 19. Jahrhunderts setzte sich diese Obligationsform auch in der Industrie durch und hat dort,

---

[2]) **Th Mitchell,** a. a. O. S. 443 ff.
W. Ripley, Railroads Finance, S. 145.

[3]) **Th. Greene,** Corporation Finance, 3. Aufl. New York 1908, S. 44 ff.
F. Cleveland, Classification, S. 215.
F. Cleveland, Funds S. 176.

[4]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 144.

[5]) **Ch. Rosenthal,** a. a. O. S. 15.

[6]) Beispiele: Die 4% Collateral Trust Bonds der Adams Express Company, fällig 1948, die 4% Collateral Trust Bonds der American Telephon & Telegraph Company, welche 1899 emittiert wurden und 1929 fällig werden, die 1949 fälligen 4% Collateral Trust Mortgage Bonds der Southern Pacific Company.

seit 1906 besonders auch bei den Puplic Service Holding Companies eine immer wachsende Bedeutung erlangt.[7])

Collateral trust bonds werden heute für die verschiedensten Zwecke emittiert. So wesentliche Dienste haben sie beim Aufbau der großen amerikanischen Eisenbahnen geleistet, daß nach Ansicht von Ripley ohne diese Obligationsform nur wenige der großen Eisenbahnsysteme hätten entstehen können.[8]) Da die collateral trust bonds es ermöglichen, auf Grund des Besitzes von Wertpapieren anderer Gesellschaften Schuldverschreibungen zu emittieren, gelingt es mit ihrer Hilfe in weitem Ausmaße die Kontrolle über andere Unternehmungen zu erwerben, ohne daß der Kredit der ankaufenden Gesellschaft ernstlich hierdurch belastet würde.[9])

Der stock einer anderen Gesellschaft wird erworben und dient dann als Sicherheit für zu begebende collateral bonds, liefert also gleichsam die Mittel für den eigenen Ankauf. Die Finanzierung von Untergesellschaften erfolgt ebenfalls oft, wie bereits früher näher ausgeführt, mittels dieser Obligationen. Vielfach gründet man schon deshalb lieber besondere Untergesellschaften, weil alles neu erworbene Vermögen automatisch unter das Pfandrecht eines alten Mortgage kommen würde, falls dieses die „after-aquired property" Klausel enthält.[10]) Ferner ziehen die Geldgeber ein erstes Pfandrecht an einem bestimmten Vermögensteil einem 6. oder 8. Mortgage an dem Gesamtvermögen vor. Für die Eisenbahnen ist die Möglichkeit der Finanzierung durch collateral trust bonds so ausserordentlich wichtig, weil die Charters der einzelnen Gesellschaften nur innerhalb der betreffenden Staatsgrenzen Gültigkeit haben.[11]) Die Linien in den verschiedenen Staaten können daher nur von besonderen Gesellschaften und gemäß den jeweiligen gesetzlichen Vorschriften der Bundesstaaten gebaut werden. Dies läßt es auch verstehen, daß jedes große amerikanische Eisenbahnsystem aus einer Reihe größerer oder kleinerer Gesellschaften besteht, die von einer Gesellschaft in irgendeiner Art und Weise kontrolliert werden.

Unentbehrlich ist der collateral trust bond für die Holding-Gesellschaften, die für das amerikanische Wirtschaftsleben typisch sind. Da das amerikanische Recht sich gegen jede Einschränkung der freien Konkurrenz wendet, ist die

---

[7]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 54 f.
[8]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 143 f.
[9]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 307.
[10]) **Th. Mitchell,** a. a. O. S. 454 ff.
[11]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 145.

Kontrolle von Unternehmungen durch andere Unternehmungen dort das gegebene Mittel, um den Konkurrenzkampf auszuschalten.[12])

Im allgemeinen hängt der Wert und die Verkäuflichkeit der collateral trust bonds nicht so sehr von den Einkünften der Gesellschaften ab, deren Wertpapiere verpfändet sind, als von der Zahlungsfähigkeit des Unternehmens, das diese Obligationen emittiert hat.[13]) Falls dagegen die Hauptaktiva nur aus Wertpapieren bestehen, wie es z. B. bei den Holding-Gesellschaften der Fall ist, sieht der Geldgeber hauptsächlich auf den Wert des Collateral und der Preis der Bonds fluktuiert dann gemäß der Entwicklung der Gesellschaften, deren Wertpapiere das Collateral bilden. Dies ist besonders stark ausgeprägt, wenn nur Aktien hinterlegt sind.

Naturgemäß ist die Sicherheit von collateral trust bonds geringer als die von first mortgage bonds. Besonders wenn Bonds mit langer Laufzeit hinterlegt werden, deren Substitution durch andere Obligationen in solchen Fällen gewöhnlich gestattet ist, erhält die borgende Gesellschaft oft einen großen Spielraum, wodurch die Sicherheit ihrer Bonds stark beeinträchtigt werden kann.[14]) Es ist allerdings möglich und in der Praxis auch gebräuchlich, dieses Substitutionsprivileg durch entsprechende Kautelen einzuengen.

2) Die short-term notes.

Short-term notes sind gewöhnlich nichts anderes, als kurzfristige collateral trust bonds, die im allgemeinen nur dann emittiert werden, wenn die Lage des Kapitalmarktes einen Absatz von langfristigen Obligationen nicht gestattet.[15]) Sie sind höher verzinslich als Bonds vom gleichen Sicherheitsgrade und werden in weitem Ausmaß von den Finanzinstituten übernommen.[16]) Meist verursacht ein hoher auf dem Kapitalmarkt herrschender Zinssatz die Emission von notes. Angenommen eine Gesellschaft könne unter normalen Nachfragebedingungen ihre 5% first mortgage bonds zu pari absetzen, die augenblickliche Lage des Kapitalmarkts ermögliche jedoch nur dann die Aufnahme

---

[12]) **R. Liefmann,** a. a. O. S. 74 ff.
[13]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 303 ff.
[14]) **W. Wood,** a. a. O. S. 127.
[15]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 64 ff.
F. Cleveland & F. Powell, a. a. O. S. 48.
W. Ripley, Railroads Finance, S. 164 ff.
[16]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 279 ff.

solcher Bonds, falls sie dem Geldgeber 7% einbringen. Mit der Kapitalbeschaffung könne die Gesellschaft aber nicht länger warten. Unter solchen Umständen wird sie sich vielfach zu einer Emission von notes von 2, 3 oder 5 jähriger Laufzeit entschließen, denn es ist für ein Unternehmen entschieden vorteilhafter nur einige wenige Jahre einen hohen Zins zu zahlen, als etwa 30 oder 50 Jahre. Sie rechnet dann eben damit, daß die Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt in einigen Jahren wieder normale sind und es dann nicht weiter schwer fällt, die notes in eine unter normalen Zinsbedingungen zu begebende Bondsanleihe zu refundieren.

Der Gebrauch der notes stellt daher meist nur einen zeitlichen Notbehelf dar, um solche Perioden zu überbrücken, in denen langfristige Bonds nicht abgesetzt werden können. In den Jahren 1906 und 1907 sahen sich die amerikanischen Bahngesellschaften z. B. wiederholt gezwungen, im Wege der notes Geld zu beschaffen.[17]) Im allgemeinen sind die notes gesichert, zumal die sie in der Hauptsache übernehmenden Finanzinstitute dies gewöhnlich zur Bedingung machen. Ueblicherweise erfolgt die Sicherstellung durch Verleihung eines Pfandrechtes an Wertpapieren, die bei einem Treuhänder hinterlegt werden.[18])

Da die notes bereits in kurzer Zeit fällig werden, ist ihre Begebung immer ein gefährliches Mittel. Die Fälligkeit kann in eine Zeit fallen, zu der die Rückzahlung der Gesellschaft am ungelegensten ist, ferner können die notes gerade in einer Periode wirtschaftlicher Depression zurückgezahlt werden müssen,[19]) wodurch einem Unternehmen die Aufbringung der für die Tilgung benötigten Mittel äußerst erschwert, falls nicht durch widrigere Umstände ganz unmöglich gemacht wird. Ende 1908 geriet beispielsweise die Wheeling & Lake Erie Company in Konkurs, weil sie ihre notes nicht tilgen konnte und drohte auch der Erie Railroad dasselbe Schicksal. Letztere wurde nur dadurch gerettet, daß E. H. Harriman persönlich im letzten Augenblick $ 50 000 000 vorschoss, mit denen die fällig werdenden notes eingelöst werden konnten.[20])

---

[17]) **I. Singer,** Die amerikanischen Bahnen, S. 50.

[18]) Beispiel: Die $ 15 000 000 6% Gold Notes der Southern Railway, welche am 1. 5. 1908 emittiert wurden und am 1. 5. 1911 fällig geworden sind, waren gesichert durch Hinterlegung von

$ 20 000 000 4% Development and General Mortgage Bonds, Serie A der Southern Railway,

$ 2 500 000 4% Prior Lien Mortgage Bonds, der Tenessee Central Railroad,

$ 2 000 000 5% First Consolidated Mortgage Bonds der Virginia & Southwestern Railway.

[19]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 283 f.

[20]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 284.

4. Abschnitt. Bonds, deren Sicherheit ganz oder zum wesentlichen Teil auf dem Kredit der emittierenden Gesellschaft beruht.

Bereits früher wurde erwähnt, daß die ersten amerikanischen Eisenbahnbonds eine besondere Sicherheit nicht hatten und eine Sicherstellung derselben durch ein Mortgage erst später erfolgte. Auf Grund des allgemeinen Kredits, den eine Unternehmung genießt, ausgegebene Bonds beruhen, wie letzten Endes auch alle übrigen Wertpapiere, auf der Fähigkeit einer Gesellschaft, Einnahmen zu erzielen. Solange die Einkünfte einer Gesellschaft ausreichend sind, um allen Verpflichtungen nachzukommen, besteht zwischen Bonds, die ein Pfandrecht an bestimmtem Gesellschaftsvermögen haben und denen, die bloße Zahlungsversprechungen darstellen, nur ein gesetzlicher Unterschied. Erst wenn es erforderlich wird, die Aktiva einer bankrotten Firma unter die Gläubiger zu verteilen, erlangt der Mortgagecharakter eines Bonds wesentliche Bedeutung. Die Bonds, deren Sicherheit in erster Linie oder sogar vollkommen von dem Kredit der sie emittierenden Gesellschaft abhängig ist, zerfallen in verschiedene Typen, deren wesentlichstes Unterscheidungsmerkmal die Stärke des ihnen verliehenen Sicherheitsgrades ist. Hiervon ausgehend lassen sich unterscheiden:

1) Receivers' certificates,
2) assumed bonds,
3) guaranteed bonds,
4) joint bonds,
5) debentures,
6) income bonds.[1])

1) Receivers' certificates.

Wie schon an anderer Stelle ausgeführt, können die amerikanischen Unternehmungen zeitweise unter Receivership — unter gerichtliche Verwaltung — kommen, die einen drohenden Konkurs der betreffenden Gesellschaft verhindern soll. Möglich ist aber auch, daß zwischen den verschiedenen Gruppen, die Wertpapiere einer Gesellschaft besitzen, Differenzen — etwa über die Verteilung der Einkünfte und Gewinne — entstehen, die einen Rechtsstreit herbeiführen.[2]) Das Vermögen eines Unternehmens ist in der Regel im Besitz der Verwaltung, als der Vertreterin der Stockholders. Diese kontrolliert demnach die Einkünfte der Gesellschaft.

[1]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 67.
[2]) **F. Cleveland,** Funds S. 187 ff.

Es besteht also die Gefahr der Benachteiligung der Gläubiger und evtl. auch der Aktionäre durch die Verwaltung. Deshalb werden vom Gericht, dem die Streitfrage zur Entscheidung vorgelegt worden ist, ein oder mehrere dem Gericht verantwortliche Personen zu Receivern ernannt, denen die Verwaltung des Gesellschaftsvermögens während der Dauer des Prozesses übertragen wird. Zur Deckung des zur Geschäftsführung nötigen Kapitalbedarfs ermächtigt das Gericht manchmal die Receivers, Geld durch Emission von short-term notes, die receivers' certificates genannt werden, aufzunehmen.[3] Diese Certificate sind zwar nicht besonders sichergestellt, rangieren aber, da ihre Autorisierung durch die Gerichte erfolgt ist, und diese für Zahlung von Zins und Kapital Vorsorge treffen, meist vor allen übrigen Verpflichtungen der Gesellschaft. Da die receivers' certificates nur emittiert werden, um einen augenblicklichen Kapitalbedarf zu befriedigen, werden sie bereits nach kurzer Zeit fällig und üblicherweise zurückgezahlt oder refundiert, bevor die gerichtliche Verwaltung aufhört.

2) Assumed bonds.

Assumed bonds stellen Obligationen solcher Unternehmungen dar, deren gesamte Aktiva in dem Vermögen einer größeren Gesellschaft aufgegangen sind, die das Aktienkapital des anderen Unternehmens erworben hat.[4] Wenn die übernehmende Gesellschaft das Vermögen einer kleineren Unternehmung erwirbt, die dadurch ihre rechtliche Existenz verliert, übernimmt sie automatisch die Verpflichtung, für Zahlung von Kapital und Zins auf die Obligationen der nun nicht mehr existierenden Gesellschaft aufzukommen.[5] Solche Bonds genießen in Wirklichkeit deshalb eine doppelte Sicherstellung. Einmal steht ihnen in der Regel ein Pfandrecht an dem übernommenen Sachvermögen der alten Gesellschaft zu und dann bietet noch der Kredit der aufnehmenden Gesellschaft eine weitere Garantie für Zahlung von Kapital und Zinsen. Assumed bonds werden überaus häufig unter den Eisenbahnobligationen angetroffen und zeigen an, daß die großen Bahnsysteme in vielen Fällen durch den Zusammenschluß kleinerer Eisenbahngesellschaften entstanden sind.

---

[3] **A. Dewing,** a. a. O. S. 68 f.

I. Singer, Die amerikanischen Bahnen, S. 52.

[4] **W. Wood,** a. a. O. S. 127.

E. Picard, a. a. O. S. 151.

3) Guaranteed bonds.

Guaranteed bonds sind Schuldverschreibungen, deren Zahlung durch eine andere Gesellschaft garantiert ist. [6] Ihr Zweck ist oftmals, Untergesellschaften in der Finanzierung zu unterstützen. Die Garantie entsteht gewöhnlich auf Grund einer vertraglichen Verpflichtung des Garanten und kann auf den Bonds selbst vermerkt sein. [7] Sie kann sich auf Zahlung von Zins oder Kapital oder auch auf beides und auf längere oder kürzere Zeit erstrecken. Oft wird ein solcher Vertrag auch nur nebenbei in dem Mortgage oder dem Deed of Trust, unter denen die Bonds emittiert wurden, erwähnt. Eine bedeutende Rolle spielen die guaranteed bonds in der Finanzpolitik der Eisenbahnen. Die großen Bahngesellschaften verbürgen sich häufig für die Obligationsschuld der kleinen in ihren Interessensphären gelegenen Linien. Oftmals entsteht eine solche Garantie nur indirekt mittels eines Pachtvertrages. [8] Eine große Gesellschaft schließt einen Pachtvertrag mit einer kleineren ab und verpflichtet sich, der letzteren eine Zeit lang jährlich eine bestimmte Summe zu zahlen, die genau den Zinsen auf die Bonds und den erforderlichen Ausgaben für Steuern und Verwaltungskosten der kleineren Gesellschaft entspricht, [9] oder auch darüber hinaus noch eine Dividende für das Aktienkapital enthält. [10] Die Garantieübernahme ist vielfach mit einer Uebertragung des größeren Teils des Aktienkapitals der kleineren Firma an den Garanten verbunden, sodaß dieser hierdurch die Kontrolle über das betreffende Unternehmen erlangt.

Trotz einer gewissen Aehnlichkeit dürfen die assumed bonds nicht mit den guaranteed bonds verwechselt werden. Während bei ersteren die Gesellschaft vorbehaltlos an die Stelle des ursprünglichen Schuldners tritt, übernimmt sie

---

[5] **A. Dewing,** a. a. O. S. 69 ff.

[6] **F. Cleveland,** Classification, S. 214 f.
R. Montgomery, a. a. O. S. 579.

[7] Beispiel: Die Garantie der Southern Pacific Company auf den Bonds der Houston, East and West Texas Railway.

[8] **A. Dewing,** a. a. O. S. 72 ff.

[9] Ein Beispiel liefern die Bonds der Georgia Midland Railway, einer Bahn, die von der Southern Railway gepachtet ist. Sie hat 3% first mortgage bonds ausstehen. Das gesamte Aktienkapital besitzt die Southern Railway. Die letztere hat die Georgia Midland Railway für $ 52 000 im Jahre gepachtet, eine Summe, die gerade ausreicht, um die Zinsen auf die Bonds zu zahlen und nur $ 2 500 für die übrigen Ausgaben der gepachteten Gesellschaft übrig läßt.

[10] Die New York Central and Hudson River Railroad, welche die Beech Creek Branch gepachtet hat, garantiert 4% Zinsen auf die first mortgage bonds, 5% auf die second mortgage bonds, sowie 4% auf das ausstehende Aktienkapital.

bei letzteren nur eine Bürgschaftsverpflichtung. [11]) Die Folge ist, daß die assumed bonds in chronologischer Reihenfolge unter den Schulden der übernehmenden Gesellschaft rangieren, die guaranteed bonds indessen für den Bürgen Verpflichtungen bleiben, welche im Range allen seinen direkten Schulden, also auch den nach der Garantieübernahme eingegangenen nachstehen. Hieraus ergibt sich, daß vom Standpunkt der Anlagesicherheit aus betrachtet, die guaranteed bonds die schwächeren sind.

4) Joint bonds.

Nahe verwandt mit den guaranteed sind die joint bonds, die ebenfalls besonders in der Eisenbahnfinanz Verwendung finden. [12]) Es handelt sich bei ihnen um Wertpapiere, die von mehreren Gesellschaften zusammen emittiert werden, wobei jede von diesen nur die Haftung für ihren Anteil übernimmt. [13]) Ihre Emission entspringt gewöhnlich dem gemeinsamen Bestreben mehrerer Bahnen Bahnhöfe, Brücken, Docks, Verbindungslinien für den gegenseitigen Verkehrsaustausch, deren Bau im allgemeinen recht kostspielig ist, zu errichten. Diese joint bonds sind in der Regel die direkten Obligationen einer kleinen Gesellschaft, die gegründet wurde, um den gewünschten Bau durchzuführen. Angenommen 3 Bahngesellschaften wünschen eine Brücke zu erbauen. Sie gründen gemeinsam eine Hilfsgesellschaft, die die nötigen Grundstücke ankauft, den Brückenbau ausführen läßt usw. Das Aktienkapital wird unter die Gründer aufgeteilt und von diesen für die Benutzung der Anlagen an die „Brückengesellschaft" jährlich bestimmte Summen abgeführt, die wenigstens den Zinsen der von der letzteren emittierten Bonds entsprechen. Dies ist aber in Wirklichkeit nichts anderes, als wenn die Zinszahlung von den betreffenden Bahngesellschaften gemeinsam garantiert worden wäre. Wird die gemeinsame Brücke nicht mehr gebraucht, so wird sich vielfach, falls man die Aktiva der Brückengesellschaft verkauft, herausstellen, daß der erzielte Erlös nicht ausreicht, um die Obligationsgläubiger zu befriedigen, denn derartige Bauwerke verlieren an Wert, wenn der Zweck, dem sie früher dienten, in Wegfall kommt. Joint bonds basieren deshalb in noch stärkerem Maße, als die guaranteed bonds auf dem Kredit der sie emittierenden Gesellschaften. [14])

[11]) **Ch. Rosenthal,** a. a. O. S. 9 f.
[12]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 75 ff.
W. Wood, a. a. O. S. 128.
[13]) **E. Picard,** a. a. O. S. 151.
[14]) Beispiele: Die Bonds der Kansas City Terminal Railway Com-

5) Debenture bonds.

Als debenture bonds, vielfach kurz debentures genannt, werden in der amerikanischen Literatur meist solche Obligationen bezeichnet, die keine spezielle pfandrechtliche Sicherstellung haben. Bei ihnen handelt es sich in der Regel um Schuldverschreibungen der Eisenbahnen.[15] Sie sind gewöhnlich bloße Versprechungen, eine bestimmte Geldsumme zu einem bestimmten Termin zu zahlen.[16] Da die debentures sehr oft hinsichtlich der Zahlung von Kapital und Zins vollkommen ungesichert sind, rangieren sie hinter allen übrigen Obligationen eines Unternehmens.[17]

Allgemein gesprochen haben die Inhaber solcher Bonds, falls keine besonderen Klauseln vorhanden sind, nur die Rechte eines allgemeinen Gläubigers.[18] Die Zinszahlung auf debentures hängt ab von dem nach Befriedigung der bevorrechtigten festen Lasten verbleibenden Ueberschuß und die Inhaber solcher Bonds können sich, falls die Coupons notleidend werden, nicht durch das Vermögen des Unternehmens befriedigen.[19] Auf das Aktienkapital dürfen jedoch keine Dividenden ausgeschüttet werden, bevor nicht die fälligen Zinsen auf die debentures gezahlt wurden. Kommt es zur Auflösung einer Gesellschaft, so werden zunächst die Besitzer von mortgage bonds aus dem unter das

---

pany. Kapital und Zinsen dieser Bonds sind zu je einem Zwölftel von 12 verschiedenen Bahngesellschaften garantiert.

Die 4½% First Mortgage Bonds der New York Connecting Railroad Company sind bezüglich Kapital und Zinszahlung von der New York, New Haven and Hartford Railroad und der Pennsylvania Railroad, welche diese Bahn als Verbindung ihrer Linien durch New York gebaut haben, gemeinsam garantiert.

[15]) **F. Cleveland & W. Wood** weisen darauf hin, daß der Name debentures für andere Schuldverschreibungen, die von Finanzinstituten emittiert werden, ebenfalls Verwendung findet. Es handelt sich bei diesen um eine Art Collateral Trust Obligationen, die durch Hinterlegung von Bonds und Hypotheken, welche den Emittenten gehören, sichergestellt sind (**F. Cleveland,** Funds S. 179 ff., **W. Wood,** a. a. O. S. 127). Sie dienen dazu, um langfristiges Kapital zum Ankauf anderer Bonds und Hypotheken zu verschaffen, die wiederum oft als Sicherheit für weitere Debentures-Emissionen Verwendung finden. Solche debentures gelten als erstklassige Anlagepapiere. Die Bezeichnung von Schuldverschreibungen, welche auf diese Art und Weise sichergestellt sind, als debentures scheint allmählich außer Gebrauch zu kommen, wird aber in der Praxis heute noch angewandt, was daraus hervorgeht, daß **A. Dewing** die Verwendung dieses Namens für zwei ihrem Wesen nach vollkommen verschiedene Wertpapiere als „no longer acceptable" bezeichnet (**A. Dewing,** a. a. O. S. 77, Fußnote 27).

[16]) **R. Montgomery,** a. a. O. S. 577.
A. Dewing, a. a. O. S. 77.

[17]) **F. Cleveland,** Funds S. 181.

[18]) **W. Lyon,** Capitalization, S. 138.

[19]) **W. Wood,** a. a. O. S. 127.
I. Singer, Die amerikanischen Bahnen, S. 49.

Mortgage fallenden Vermögen voll abgefunden; reicht dieses nicht, so teilen sich die ersteren soweit erforderlich mit den Besitzern der debenture bonds pro rata in den Erlös des sonstigen Vermögens. Bleibt nach Befriedigung der mortgage bonds noch ein Ueberschuß, so fällt dieser den debentures zu.[20]) Debentures haben regelmäßig eine kürzere Laufzeit als first mortgage bonds. Dewing führt an, daß ihre Emission als „waiting-time" Finanzierung üblich ist, d. h. sie gelangen zur Ausgabe, wenn es unzweckmäßig oder unmöglich ist, langfristige mortgage bonds zu emittieren, der Kapitalmarkt aber Obligationen von längerer Laufzeit als short-term notes aufnimmt.[21])

In den Anleiheverträgen, die vor Emission der amerikanischen Bonds abgeschlossen werden, sind vielfach besondere Klauseln enthalten, die den fehlenden Mortgagecharakter der debentures weitgehend kompensieren.[22]) Es kann vorgesehen sein, daß weitere mortgage bonds nicht emittiert werden dürfen, bevor nicht die debentures in das Pfandrecht des Mortgage eingeschlossen sind, weiter, daß solange dieselben ausstehen, die Schuld der Gesellschaft nicht vergrößert werden darf, daß das durch Ausgabe von debentures erhaltene Kapital in vorher bestimmter Art und Weise Verwendung findet und so fort. Um dem Publikum einen größeren Anreiz zum Erwerb von debenture bonds zu geben, haben auch viele Gesellschaften dieselben mit dem Konversionsprivileg, von welchem später noch zu sprechen sein wird, ausgestattet. Während die Ausgabe von debentures oftmals ein Zeichen davon ist, daß eine Gesellschaft als finanziell nicht gerade hervorragend angesehen wird, läßt diese ebenfalls häufig die hohe Kreditfähigkeit eines Unternehmens erkennen und beweist, daß dessen Obligationen auch ohne besondere Sicherstellung gerne gekauft werden.[23]) Eine große Rolle spielen die debentures bei der Finanzierung der amerikanischen Industrieunternehmungen, da Stockholders und Banken ein altes Vorurteil gegen ein Mortgage auf industrielle Anlagen haben.[24]) Unter den Wertpapieren der Public Service Corporations sind sie dagegen selten anzutreffen, da man hier allgemein ein direktes Pfandrecht an Sachvermögen fordert.

---

[20]) **E. Picard,** a. a. O. S. 160 f.
[21]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 78.
[22]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 285 ff.
W. Ripley, Railroads Finance, S. 141 ff.
[23]) Beispiel: Die Sinking Fund Debenture Bonds der Chicago and Northwestern Railway. Die Bonds haben eine Laufzeit von 50 Jahren und werden 1933 fällig.
Einen großen Gebrauch von debentures machte u. a. die New York Central Railroad sowie die Atchinson, Topeka & Santa Fé Railway.
[24]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 80.

6) Income bonds.

Die income bonds, welche auch unter der Bezeichnung „preference" oder „adjustment bonds" bekannt sind, stellen einen Obligationstyp dar, der versucht, die Merkmale von Schuldverschreibung und Aktie zu kombinieren. [1]) Wie bereits aus dem Namen hervorgeht, kann bei diesen Bonds die Zinszahlung nur verlangt werden, wenn genügend Einkommen zu diesem Zweck zur Verfügung steht. [2]) Hinsichtlich des Kapitals sind diese Papiere zumeist hypothekarisch sichergestellt und sind in dieser Beziehung in der Regel junior mortgage bonds. [3])

Die income bonds sind, von seltenen Fällen abgesehen, nur zu Zeiten finanzieller Reorganisation emittiert worden, als man versuchte, die alten festen Bondslasten durch eine Obligation zu ersetzen, auf die, solange der Geschäftsgang schlecht war, kein Zins gezahlt zu werden brauchte. [4]) Ihre Hauptanwendung fanden sie in den 90er Jahren, als es sich darum handelte, die vielen unter Receivership geratenen amerikanischen Eisenbahnen zu reorganisieren. [5]) Die Zinsen der älteren Emissionen waren non-cumulative, d. h., wenn sie in einem Jahre nicht verdient worden waren, hatte die Gesellschaft bei späterem guten Geschäftsgange nicht die Verpflichtung, die Zinsen nachzuzahlen. Sind die Bonds cumulative, so müssen die etwa rückständigen Zinsen, sobald es die Nettoeinnahmen der Unternehmung gestatten, später entrichtet werden, bevor eine Dividende auf Stamm- oder Vorzugsaktien ausgeschüttet werden darf. [6]) Die income bonds sind nicht beliebt, da es sich erwiesen hat, daß der Versuch in diesem Wertpapiere die Elemente von Sicherheit und Risiko zu vereinigen zu Interessenkonflikten führte. [7]) Die Leitung eines Unternehmens, als Vertreterin der Stockholders hat es in der Hand, den Reingewinn vollkommen abzubuchen, sodaß die Besitzer von

---

[1]) **R. Montgomery,** a. a. O. S. 578.
A. Dewing, a. a. O. S. 82 ff.
E. Mead, Corporation Finance, S. 285.
[2]) **W. Fletcher,** a. a. O. Bd. I, S. 1922 ff.
F. Cleveland, Classification, S. 216.
[3]) **E. Picard,** a. a. O. S. 162.
[4]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 136 ff.
Improved Status of Income Bonds (The Commercial & Financial Chronicle, New York, Bd. 124, Nr. 3223 v. 2. April 1927, S. 1896 f.
[5]) **A. Dewing,** „Income Bonds" (Quarterly Journal of Economics, Boston Bd. XXV Nr. 2, Februar 1911) S. 396 ff. Näheres über die Verwendung von income bonds bei der Reorganisierung der amerikanischen Eisenbahnen s.
S. Daggett, Railroad Reorganization, Boston & New York 1908.
[6]) **F. Cleveland,** Funds S. 181.
[7]) **Th. Greene,** a. a. O. S. 42 ff.

income bonds das Nachsehen hatten oder aber langwierige Prozesse führen mußten, um die Zahlung von Zins auf ihre Obligationen zu erlangen. Sie mußten nämlich den Nachweis erbringen, daß der für ein Geschäftsjahr zugegestandene Zins auch tatsächlich in dieser Periode verdient wurde. Wie schwierig aber ein solcher Beweis zu führen ist, leuchtet ohne weiteres ein, wenn man nur daran denkt, welche Mühe es kostet, Vermögenswerte unter Berücksichtigung der erforderlichen Abschreibungen in die Bilanz einzusetzen, wie verschieden die Bildung von Reserven beurteilt werden kann usw. Die 5% Income Bonds der Central of Georgia Railway liefern eins der bestbekannten Beispiele für solche Obligationen.[8]) Von dieser Gesellschaft stehen zur Zeit 3 Bondsemissionen aus, die alle non-cumulative sind, 1895 begeben wurden und 1945 fällig werden.

Die Zinszahlung auf diese Bonds verlief bis zum Jahre 1910 wie folgt:

	1896	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903
1 st income bonds	1 1/2	2 1/4	2	2	3 1/4	5	3	5
2 d „ „	0	0	0	0	0	0	0	0
3 d „ „	0	0	0	0	0	0	0	0

	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910
1 st income bonds	5	5	5	5	0	0	0
2 d „ „	5	5	5	3,7	0	0	0
3 d „ „	0	5	5	0	0	0	0

Die income bonds haben sich in sehr vielen Fällen als äußerst unvorteilhaft für den Geldgeber erwiesen und sind in neuerer Zeit nur in geringem Umfange emittiert worden.[9]) Vom Standpunkt der Gesellschaft aus betrachtet, ist ihre Emission aus folgenden Gründen ebenfalls unerwünscht.[10]) Es entstehen leicht Streitigkeiten zwischen der Geschäftsleitung und den Besitzern von income bonds, falls die Zinsen nicht gezahlt werden. Hierdurch wird aber der Kredit eines Unternehmens erschüttert. Die Bewegungsfreiheit der Direktoren wird, was die Beschaffung neuen Kapitals anbelangt, eingeengt. Besonders wenn zusätzliches Kapital durch Ausgabe von debentures oder mortgage bonds beschafft werden soll, die hinsichtlich der Zinszahlung den income bonds vorrangieren, wird es der Geschäftsleitung schwerfallen, die

[8]) **A. Dewing,** Income Bonds S. 398 ff.
W. Lyon, Capitalization, S. 40.
[9]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 139 f.
[10]) **A. Dewing,** Income Bonds, S. 405.

Besitzer von income bonds zur Zustimmung hierzu zu bewegen. Endlich wird das Vorhandensein von income bonds heute als ein Zeichen finanzieller Schwäche in einer unlängst vergangenen Zeit angesehen. [11])

5. Abschnitt. Die Equipment-Obligationen.

Die Equipment-Obligationen, welche in früheren Zeiten bloß ein finanzieller Notbehelf waren, spielen heute bei der Finanzierung der amerikanischen Gesellschaften eine große Rolle. [1]) Sie zerfallen in die equipment bonds und die car-trust certificates und waren bis kurz vor Beginn des Weltkrieges nur in der Eisenbahnfinanz heimisch. Jetzt bedienen sich ihrer auch andere Unternehmungen, die große Kapitalbeträge für Anlagen, besonders Maschinen und sonstiges leichtbewegliches und verkäufliches Betriebsmaterial aufwenden müssen.

Allgemein gesprochen sind Equipment-Obligationen Anleihen, die pfandrechtlich durch Sachwerte, welche leicht von Ort zu Ort geschafft werden können, sichergestellt sind. Der Unterschied zwischen den car-trust certificates und den equipment bonds, die ihrem Wesen und ihrem Zweck nach gleichartig sind, wird sich aus dem Folgenden ergeben.

Historisch betrachtet sind die car-trust certificates die älteren. Sie wurden zuerst von den Eisenbahnen verwandt, um das rollende Material, Wagen und Lokomotiven, aber auch Kraftmaschinen usw. zu beschaffen. Zu diesem Zweck gründet man in der Regel ein unabhängiges Syndikat, gewöhnlich Car oder Equipment Trust Company genannt, welches das gewünschte Betriebsmaterial ankauft — beispielsweise 1903 für das Pennsylvania Eisenbahnsystem ungefähr 13 000 Güterwagen — und dieses an die Eisenbahngesellschaft verpachtet.[2]) Das Eigentum an dem gekauften Ausrüstungsmaterial verbleibt der Trust Company. Eine Bezahlung der erworbenen Wagen usw. geschieht dadurch, daß die pachtende Gesellschaft aus eigenen Mitteln etwa 10% leistet und die Trust Company für den Rest car-trust

[11]) Beispiele: Die 5% Cumulative Adjustment Bonds der Missouri Kansas-Texas Railroad, welche 1967 fällig werden, die 1952 fälligen 6% Adjustment Bonds der International Great Northern Railroad, die 1963 rückzahlbaren Adjustment Debentures der Chicago Rapid Transit Company.

[1]) **A. Dewing,** Financial Policy, S. 89 ff.

[2]) **F. Cleveland,** Classification, S. 210.
F. Cleveland & Powell, a. a. O. S. 85 f.
R. Montgomery, a. a. O. S. 579.
E. Picard, a. a. O. S. 158 ff.
W. Ripley, Railroads Finance, S. 171 ff.
I. Singer, Die amerikanischen Bahnen, S. 51 f.

certificates ausgibt, mit deren Erlös der Lieferant bezahlt wird. Als Sicherheit für diese Certificate dient das erworbene Eigentum und der mit der Gesellschaft abgeschlossene Pachtvertrag. Dieser enthält genaue Abmachungen über die Beträge, welche der Pächter jährlich zur Verzinsung und Rückzahlung der car-trust certificates aufzuwenden hat, bestimmt, daß die gepachteten Wagen in gutem Zustande erhalten werden müssen und für etwa zerstörte Ersatz beschafft wird, weiter daß eine Anschrift an jedem Wagen deutlich erkennen läßt, wem das Eigentum an demselben zusteht, verpflichtet den Pächter, falls er seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt, die Wagen dem Eigentümer zu überliefern, kurz, er regelt bis ins kleinste das zwischen den Parteien bestehende Vertragsverhältnis. Der Verpächter, die Car-Trust Company also, verpflichtet sich dagegen, sobald die letzte Zahlung erfolgt ist, das Eigentum an den bisherigen Pächter zu übertragen.

Obligationen, die von einer Eisenbahn oder sonstigen Unternehmung direkt emittiert werden, um mit ihrem Erlös Ausrüstungsmaterial zu beschaffen, pflegen im allgemeinen als equipment bonds bezeichnet zu werden. In solchen Fällen kauft der Emittent selbst das gewünschte Material vom Hersteller und belastet es zwecks Sicherstellung der ausgegebenen Bonds mit einem Mortgage oder aber ein Treuhänder tritt als Käufer auf und überliefert die Ausrüstung gemäß einem bedingten Kaufvertrag der betreffenden Gesellschaft.[3]) Aus dem Vorherstehenden ergibt sich, daß der Unterschied zwischen car-trust certificates und equipment bonds ein rechtlicher ist und sich eine reine Scheidung zwischen beiden Obligationstypen schwer durchführen läßt. Diese tritt oftmals auch in der amerikanischen Literatur nicht klar in die Erscheinung.

Die Laufzeit der Equipment-Obligationen deckt sich im allgemeinen mit der von notes. Eine kurze Tilgungsfrist ist ja auch schon wegen der Materialabnutzung notwendig. Die Feststellung der eintretenden Entwertung ist deshalb von großer Bedeutung und der Gegenstand zahlreicher Untersuchungen geworden. Da die Tilgung in meist jährlichen Abschnitten erfolgt und das gesamte Betriebsmaterial noch existiert, wenn die letzte Obligation fällig wird, wächst der Sicherheitsspielraum solcher Anleihen beständig, erschwert wird allerdings ihre Marktgängigkeit, denn die verschiedenen Rückzahlungstermine verringern eine Vertretbarkeit der einzelnen Stücke. Eine starke Stellung haben die Inhaber der

[3]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 101.
Ch. Rosenthal, a. a. O. S. 14 f.
E. Spiegelberg, „Die Schaffung neuer Wertpapiertypen" (Bank Archiv, Berlin, XXIII. Jahrg. Nr. 12 v. 25. März 1924) S. 166.

equipment bonds und der car-trust certificates beim Konkurse eines Unternehmens, da die Werte, welche zu ihrer Sicherheit dienen, meist nicht Eigentum der Gesellschaft sind, welche diese Obligationen ausgegeben hat und deshalb nicht zur Konkursmasse gehören. [4])

Während in der ersten Zeit sich nur finanziell schwache Eisenbahnen der Equipment-Obligationen bedienten, haben sich diese heute längst bei erstklassigen Bahnen eingebürgert und sind auch in die Finanzierungspraxis der übrigen Unternehmungen übernommen worden. Nach Dewing standen 1890 weniger als $ 50 000 000 Equipment-Obligationen aus, Anfang 1915 waren in den Vereinigten Staaten und Canada über $ 1 500 000 000 solcher Eisenbahnobligationen im Verkehr. [5])

Die große Sicherheit, die diesen Wertpapieren eigen ist, hat dazu geführt, daß sie bei Banken und Publikum schnell beliebt wurden und infolge der großen Nachfrage die Rente, welche sie ihren Besitzern abwerfen, heutzutage geringer ist, als die aller übrigen Obligationen. [6])

2. Teil.

Die convertible bonds.

1. Kapitel.

Allgemeine Beschreibung und Geschichte der convertibles.

Unter convertible bonds sind Schuldverschreibungen zu verstehen, die die übliche Ausstattung von Obligationen haben, dem jeweiligen Inhaber aber das Recht gewähren, sie unter gewissen Bedingungen und innerhalb einer bestimmten Zeit in andere Wertpapiere umzutauschen. [1]) [2])

---

[4]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 314 f.

[5]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 92.

[6]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 95 ff.

[1]) **F. Cleveland,** Classification S. 218.
F. Cleveland, Funds S. 185.
Ch. Gerstenberg, a. a. O. S. 324.
I. Singer, Die amerikanischen Bahnen, S. 49 f.
R. Montgomery, a. a. O. S. 578.
W. Wood, a. a. O. S. 130.

[2]) Ein interessanter Vergleich zwischen den amerikanischen und den englischen convertible bonds wird von **Otto Heymann** „Aus der englischen Finanzierungspraxis" (Bank-Archiv Berlin 11. Jahrg. Nr. 6 vom 15. Dezember 1911) S. 91 ff. gezogen.

Dieser Bondtyp kann bald mit einer Spezialsicherheit versehen sein und entweder hypothekarisch durch ein Mortgage oder die Hinterlegung von Effekten als Collateral sichergestellt sein, bald — und dies ist wohl das übliche — den Charakter von debentures haben. [3])

Die convertible bonds sind keine Dauererscheinung in der Finanzgeschichte der amerikanischen Gesellschaften. [4]) Sie sind erstmalig 1843 aufgetaucht, [5]) wurden jedoch erst häufiger in der hochgradig spekulativen Periode nach dem Bürgerkriege verwandt. [6]) Die 7% Bonds der Chicago, Milwaukee and St. Paul Railroad Company von 1875 und eine zweite Emission derselben Gesellschaft aus dem Jahre 1878 liefern ein gutes Beispiel hierfür. Noch bekannter sind die 1868 von der Erie Railroad emittierten convertible bonds, die von Daniel Drew bei seinem Kampfe um die Kontrolle dieser Bahn mit Commodore Vanderbilt mit gutem Erfolg verwandt wurden. [7]) In der Zeit von 1880 bis etwa 1900 sind convertibles anscheinend überhaupt nicht vorgekommen. Sie errangen erst wieder Bedeutung, als um die Jahrhundertwende die großen Eisenbahnkonsolidierungen einsetzten. [8]) 1901 emittierte die Union Pacific Railway auf Veranlassung von E. H. Harriman $ 100 000 000 4% convertible debenture bonds, deren Erlös ihr zum Erwerb der Southern Pacific Company und der Northern Pacific Railroad diente. [9]) Andere bedeutende Gesellschaften, wie die Pennsylvania und die Baltimore & Ohio nahmen um diese Zeit ebenfalls ihre Zuflucht zur Ausgabe von convertible bonds. Das hauptsächliche Motiv, welches die Ausstattung dieser Emissionen mit dem Konversionsprivileg verursachte, scheint das Bestreben gewesen zu sein, das Vorurteil gegen Bonds, die nicht hypothekarisch, sondern durch Hinterlegung von Wertpapieren gesichert waren, zu überwinden. In Perioden finanzieller Depression, beispielsweise in den Jahren 1903 und 1907, emittierten große Gesellschaften, u. a. die Atchinsom, Topeka & Santa Fé, ferner die New York, New Haven and Hartford convertible bonds, um durch die zusätzliche Gewinnchance die Geldgeber

---

[3]) **C. Melchior,** a. a. O. S. 354.
M. Rollins, „Convertible Bonds and Stocks" (The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia, Bd. 35 Nr. 3 Mai 1910) S. 97.
Ch. Rosenthal, a. a. O. S. 16 f.
[4]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 137 f.
[5]) **H. Kalisch,** „Convertible Bonds" (Auslandsrecht, Berlin, 6. Jahrg. Nr. 2 Februar 1925) S. 43 f.
[6]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 157.
[7]) **M. Rollins,** a. a. O. S. 99 f.
[8]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 158 f.
[9]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 138, Fußnote 4.

zum Kauf ihrer Obligationen zu veranlassen. Während die kleinen Eisenbahnen sich mit Hilfe von short-term notes Kapital beschafften, verwandten die größeren hierzu die convertibles. Um 1913, als Geldknappheit herrschte und die Placierung von Anleihen äußerst schleppend war, trugen praktisch alle sowohl Eisenbahn- als auch Industrie-Schuldverschreibungen das Konversionsprivileg. Es ist jedenfalls unzweifelhaft, daß die Beliebtheit dieser Bonds im Laufe der letzten Jahrzehnte ständig gewachsen ist und dieselben, trotzdem sie immer nur vorübergehend verwandt wurden, bei der Finanzierung der amerikanischen Gesellschaften eine große Rolle spielen.

1. Abschnitt. Die Modalitäten der Konversion.

Bei der Emission von convertible bonds werden in dem Anleihevertrage die Konversionsbedingungen genau fixiert.[10] [11] Er enthält:

1) Die Art des Wertpapieres, in das der Bond eintauschbar ist,
2) den Prozentsatz des Nennwertes, zu dem der Tausch stattfindet, den Konversionskurs,
3) eine zeitliche Festlegung des Konversionsprivilegs, d. h. nähere Angaben darüber, bis zu welchem Zeitpunkt oder von welchem Zeitpunkte an und während welcher Periode der Umtausch möglich ist.

Gewöhnlich können die Bonds in Aktien und zwar in der Regel in Stammaktien konvertiert werden.[12] Beispiele von in Vorzugsaktien umtauschbaren Bonds sind zwar bekannt, doch müssen in solchen Fällen die Vorzugsaktien eine beträchtlich höhere Rente abwerfen als die Bonds, um das Konversionsrecht wertvoll zu gestalten, denn kein Bondsgläubiger wird sich im allgemeinen bewegen lassen, wegen eines Mehreinkommens von etwa 1% seine gesicherte Position aufzugeben und dafür das Aktionärrisiko zu übernehmen.[13] Um das Konversionsprivileg noch anziehender zu machen, wird zuweilen ein Umtausch der Bonds in

[10] **A. Dewing,** a. a. O. S. 138.

R. Montgomery, a. a. O. S. 578.

[11] Manchmal wird auch einer Anleihe das Konversionsrecht erst später verliehen. In solchen Fällen wird es in einem zusätzlichen Uebereinkommen niedergelegt, geht also weder aus den Bonds selbst noch aus dem Anleihevertrage hervor. **M. Rollins,** a. a. O. S. 109.

[12] **H. Küpfer,** Gründung, Finanzierung und Sanierung der Aktiengesellschaften des Staates New York, Bern 1922, S. 92.

M. Rollins, a. a. O. S. 97.

[13] **A. Dewing,** a. a. O. S. 139 ff.

Stamm- oder Vorzugsaktien, manchmal auch in beide, vorgesehen.[14])

Sehr wichtig ist die Festsetzung der Konversionsrate, die Angabe, für welchen Nominalbetrag Bonds $ 100 nominal Aktien gefordert werden können. Dieses Verhältnis variiert bei den einzelnen Emissionen sehr, wenn es auch die Regel ist, daß der Umtausch zu pari also für 100 bezw. 1000 $ Bonds 100 bezw. 1000 $ Aktien erfolgt. Von den Eisenbahngesellschaften werden jedoch vielfach höhere Konversionskurse festgesetzt, die meist beträchtlich über dem Marktkurs der Aktien zur Zeit der Bondsausgabe liegen. Nur in sehr seltenen Fällen können Aktien unter ihrem Nennwert durch convertible bonds eingetauscht werden.[15])

Sehr verschieden ist auch die Festsetzung der Umtauschzeit. Ist die Laufzeit der Bonds kurz, so beginnt sie üblicherweise vom Emissionsdatum an oder einige Jahre später und dauert bis zur Fälligkeit der Obligationen.[16]) Bei langfristigen, insbesondere den Bonds von Eisenbahnen erstreckt sich die Konversionsperiode gewöhnlich nur auf einen begrenzten Zeitraum, der in der Regel zwischen 2 und 10 Jahren schwankt.[17]) Das Konversionsprivileg ist naturgemäß desto wertvoller, je länger die Periode für den Umtausch läuft, da hierdurch die Chancen für den Bondsinhaber, seine Obligationen bei günstigem Kursstand der Aktien in diese konvertieren zu können, vergrößert werden.[18]) Öfters steht dem Umtauschrecht des Bondsinhabers das Recht der Gesellschaft, die Anleihe zu einem vorher festgelegten Kurse zu kündigen und hierdurch eine Entscheidung über die Konversion herbeizuführen, gegenüber.[19])

2. Abschnitt.
Die technische Voraussetzung der Konversion.

Rein technisch verlangt die Ausgabe von convertible bonds, daß der Gesellschaft genügend Aktien zum Umtausch zur Verfügung stehen oder sie eine entsprechende Erhöhung

---

[14]) Der amerikanischen Finanzierungspraxis sind ebenfalls convertible short-term notes, die in langfristige Bonds eingetauscht werden können, geläufig. Es gibt auch convertierbare Vorzugsaktien, die meist in Stammaktien umgetauscht werden können.

[15]) Praktische Beispiele, welche die verschiedenartigen Konversionsbedingungen illustrieren, s. Anh. Tab. 5.

[16]) **A. Dewing,** a. a. O. S. 145 f.

[17]) **Ch. Rosenthal,** a. a. O. S. 17.
O. Heymann, a. a. O. S. 92.

[18]) **E. Picard,** a. a. O. S. 181.

[19]) **H. Kalisch,** „Convertible Bonds" (Juristische Wochenschrift Berlin, 54. Jahrg. Heft 6 vom 15. März 1925) S. 573.
M. Rollins, a. a. O. S. 109.

des Aktienkapitals beschließt. Von diesen Aktien bleibt selbstverständlich der von den Inhabern der Bonds noch nicht bezogene Teil bis zum Ablauf der Konversionsperiode für die Zwecke der Konversion reserviert. Nach amerikanischem Aktienrecht entstehen hierdurch keinerlei Schwierigkeiten, da dieses autorisierte, aber noch nicht begebene Aktien kennt (authorized but non issued stock) [20] [21]. Beispielsweise bestimmt das New York Stock Corporation Law folgendes über die Konversion: „Mit Genehmigung der Aktionärversammlung können die Direktoren — nach Bestimmungen, die sie selbst aufstellen — den Inhabern der Obligationen das Recht geben, den Kapitalbetrag der Obligationen innerhalb 2 bis 12 Jahren nach der Ausgabe in Aktien der Gesellschaft umzuwandeln; sollte das Grundkapital zur Zeit des Umtausches dafür nicht genügen, so sollen die Direktoren von Zeit zu Zeit zu diesem Zwecke eine Erhöhung des Grundkapitals anordnen und sich durch eine Eingabe an den Secretary of State dazu ermächtigen lassen." [22]

2. Kapitel. Die Hauptgründe für die Ausstattung von Anleihen mit dem Konversionsprivileg.

Die Beliebtheit der convertible bonds und die Bedeutung, die diese Finanzierungsform für die amerikanischen Gesellschaften erlangt hat — um 1910 betrug die Gesamtsumme der authorisierten convertibles ungefähr 1 1/2 Milliarde Dollar [23] — hat verschiedene Gründe, deren wichtigster wohl sein dürfte, daß durch die großen Spekulationschancen, die diese Obligationen bieten, dem investierungslustigen Publikum ein starker Anreiz zum Kauf solcher Obligationen geboten wird. [24] Dem Publikum ist vielfach ein Wertpapiertyp, der sowohl Sicherheit des angelegten Kapitals als auch die Möglichkeit bei einer günstigen Entwicklung des

---

[20] **W. Fletcher,** a. a. O. Bd. I, S. 1967 ff.
W. Cook, The Principles of Corporation Law, Michigan 1925, S. 158.
F. Braun, Le Régime des Sociétés par Actions aux Etats-Unis, Paris 1924, S. 43.

[21] „Unissued stock is that which has been authorized but not yet disposed of. It merely represents the right to admit new stockholders and has no value in itself. It has no aktive stock rights and is not an asset of the corporation. It usualy is reserved for various corporate purposes, such as the conversion of bonds — — —."
I. Adams jr., „Stock and their Features" (Ann. Am. Acad. Pol. & Soc. Science, Philadelphia, Bd. XXXV, Nr. 3, Mai 1910) S. 45.

[22] **H. Küpfer,** a. a. O. S. 92.

[23] **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 157.
Brodmann, „Convertible Bond und Aktie" (Bank-Archiv, Berlin, XXVI. Jahrg. Nr. 13 vom 1. April 1927) S. 312.

[24] **A. Dewing,** a. a. O. S. 147

Unternehmens an dieser zu profitieren in sich kombiniert, erwünscht. Eine besondere Rolle spielte dieser Faktor bei der ausgedehnten Verwendung des Konversionsprivilegs beim Aufbau der Eisenbahnsysteme. Als seit 1910 die Bergwerks- und Industriewertpapiere in aktive Konkurrenz mit den Eisenbahnbonds traten, erwies sich das Konversionsrecht vielfach als notwendig, um einen erfolgreichen Absatz von Bonds zu sichern. In ähnlicher Weise diente es zu Zeiten von Geldknappheit und wirtschaftlicher Depression, wie auch aus der Geschichte der convertible bonds hervorgeht, als ein Köder, um Geldgeber anzulocken.[25]) Ein weiteres wesentliches Motiv für die Ausstattung einer Anleihe mit dem Konversionsprivileg ergibt sich aus der Art der Sicherheit, die hinter vielen convertible bonds steht.[26]) Ein großer Teil dieser Schuldverschreibungen sind entweder debentures, die nicht besonders sichergestellt sind oder aber collateral trust bonds, deren Sicherheit auf der Deponierung von Wertpapieren bei einem Treuhänder beruht. In beiden Fällen stellt das Konversionsrecht gewissermaßen eine Entschädigung für die fehlende hypothekarische Sicherheit dar und soll den Absatz solcher Obligationen an das Publikum erleichtern. [27]) Nach Ripley hat weiter die Möglichkeit, die convertible bonds als Hilfe beim Kampfe um die Kontrolle eines Unternehmens zu benutzen, in manchen Fällen die Schaffung solcher Obligationen verursacht. [28])

3. Kapitel.
Vorteile und Nachteile der convertible bonds.

Die Verwendung von convertibles bringt verschiedene Vorteile und Nachteile für die emittierende Gesellschaft, die alten Aktionäre und auch die Bondsbesitzer mit sich.

1. Abschnitt. Für die emittierende Gesellschaft.

Einem Unternehmen gewähren die convertibles die Möglichkeit, Kapital zu beschaffen, wenn eine Finanzierung auf andere Art und Weise nicht oder doch nur unter erschwerten Bedingungen durchzuführen ist. Die Marktlage kann im gegebenen Augenblicke die Emission von Aktien verbieten, für die Ausgabe von zur Zeit absatzfähigen

---

[25]) **R. Montgomery,** a. a. O. S. 579.
[26]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 159.
[27]) **E. Mead,** Corporation Finance S. 287 f.
H. Kalisch, „Convertible Bonds" (Juristische Wochenschrift S. 574.
H. Kalisch, „Convertible Bonds" (Auslandsrecht Berlin, 6. Jahrg. Nr. 2 vom Februar 1925) S. 44.
Brodmann, „Convertible Bonds & Aktie" S. 312.
[28]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 159 f.

mortgage bonds dagegen kein verpfändbares Vermögen vorhanden sein, debentures hingegen nur weit unter pari abgesetzt werden können, usw. In solchen oder ähnlichen Fällen hilft das Konversionsrecht der Gesellschaft das benötigte Kapital zuzuleiten. Soweit eine Konvertierung später stattfindet, ist sie dann oftmals nichts anderes, als eine aufgeschobene Aktienemission, die für die Gesellschaft günstiger ist, als ein sofortiger Absatz von Aktien.[29]) Die convertibles wirken dabei gleichzeitig als eine automatische Reduzierung der festen Lasten. Steigen die Aktien im Kurse und überschreiten sie die Konversionsrate, so werden viele Gläubiger auf ihre Forderung verzichten und ihre Obligationen in Aktien umtauschen.[30]) Das Ausmaß der Konversion wird selbstverständlich beeinflußt durch die größere oder geringere Steigerung der Aktienkurse. Die Schuldnerin wird vielfach eine solche Entwicklung — den Eintritt neuer Aktionäre — begrüßen, besonders wenn es sich um ein im Aufbau befindliches Unternehmen handelt, da sie hierdurch von der Verpflichtung, die Obligationen einmal zurückzuzahlen und bis zur Fälligkeit in regelmäßigen Abständen bestimmte Zinsbeträge abzuführen, befreit wird. Eine unliebsame Begleiterscheinung der convertibles ist, daß sie ein weiteres Element der Unsicherheit in die Geschäftsführung der Gesellschaft bringen und deren Leitern die Kalkulation erschweren.[31]) Es bleibt stets ungewiß, ob, wann und in welcher Höhe ein Umtausch der Bonds stattfinden wird, denn die Erfahrung hat bewiesen, daß nicht alle Besitzer der Bonds ihr bevorrechtigtes Forderungsrecht aufgeben, um statt dessen zwecks Erzielung eines größeren Einkommens das Aktionärrisiko zu übernehmen.[32]) Eine ausstehende convertible Anleihe kann aber auch den Weg für eine neue günstige Kapitalaufnahme versperren.[33]) 1909 stand beispielsweise ein großer Betrag convertibles der Pennsylvania Railroad aus und die Gesellschaft, welche neues Kapital benötigte, sah sich zur Ausgabe von Aktien gezwungen. Die neuen Aktien verhinderten jedoch eine Kurssteigerung aller Aktien und verschoben hierdurch den Zeitpunkt, zu welchem die Obligationäre ihr Konversionsprivileg mit Gewinn ausüben konnten.

2. Abschnitt. Für die alten Aktionäre.

Dem alten Aktionär wird die Aufnahme von Kapital durch convertible bonds erwünscht sein, wenn eine Finan-

[29]) **M. Rollins,** a. a. O. S. 99.
[30]) **E. Meade,** Trust Finance, S. 247.
[31]) **W. Lyon,** Capitalization, S. 46.
[32]) **H. Lyon,** Corporation Finance, S. 46.
[33]) **W. Ripley,** Railroads Finance, S. 162.

zierung sonst unmöglich ist. Nachteilig ist für ihn die Ausübung des Konversionsrechtes stets insofern, als seine Kontrolle über das Unternehmen hierdurch verringert wird.[34]) Große Gewinne, wie sie vielfach durch den Umtausch gemacht wurden,[35]) stellen zudem eine Schmälerung seiner Einnahmen dar. Weiter wird, falls die Konversion in großem Umfange stattfindet, der Kurs seiner Aktien durch die neuen in den Verkehr kommenden Stücke gedrückt.

3. Abschnitt. Für die Besitzer von convertibles.

Die Vorteile, welche die convertible bonds ihren Besitzern bieten, sind offensichtlich. Die Obligationen rangieren als solche mit den übrigen gleichartigen junior bonds und ihre Eigentümer können mit ziemlicher Sicherheit damit rechnen, daß sie, falls der Emittent ein angesehenes und gut fundiertes Unternehmen ist, Kapital und Zins pünktlich erhalten.[36]) Werden die Geschäfte der Gesellschaft gut geführt und steigen die Aktien im Kurse, so haben sie die Möglichkeit, durch Ausübung des Konversionsrechtes an der günstigen Entwicklung des Unternehmens teilzunehmen und große Gewinne zu erzielen, die besonders bedeutend sein können, wenn die Emission zu Zeiten steigender Konjunktur erfolgte. Die Bondsbesitzer sind also im Vergleich zu allen übrigen an dem Unternehmen finanziell Beteiligten sehr günstig gestellt, was noch dadurch verstärkt wird, daß es vollkommen in ihrem Belieben steht, ob sie ihre Gläubigerstellung aufgeben oder nicht. Zudem ist es ihnen auch möglich, mittels der Bonds große Gewinne zu erzielen, indem sie dieselben bei günstigem Kursstande verkaufen und es anderen überlassen, statt ihrer das Aktionärrisiko zu tragen.

Nachteile können ihnen allerdings dadurch entstehen, daß sie von dem Konversionsrechte keinen Gebrauch machen können, weil die erhoffte Kurssteigerung der Aktien nicht eintritt, sei es, daß die Zukunftsaussichten des Unternehmens seitens der Gesellschaft im Prospekt vielleicht zu günstig dargestellt wurden,[37]) sei es, daß die Wirtschaftslage z. B. sinkende Konjunktur eine Erhöhung des Börsenkurses der Aktien verhinderte und dadurch das Konversionsprivileg der Obligationäre illusorisch wurde. Hierdurch erleidet aber der Bondholder, dem bei der Emission das Konversionsrecht in Rechnung gestellt wurde, indem er der Gesellschaft

[34]) **H. Lyon,** Corporation Finance, S. 46.
[35]) **M. Rollins,** a. a. O. S. 101.
[36]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 288.
[37]) **E. Picard,** a. a. O. S. 184.

bessere Anleihebedingungen einräumen mußte, einen Verlust Sein Risiko besteht in dem Preisaufschlag, den er gewissermaßen als Prämiengeld für das Konversionsprivileg zahlen mußte. [38])

4. Kapitel.

Die Wechselbeziehung zwischen dem Kurse der convertible bonds und dem Kurse der Aktien.

Das Wesen der convertibles — ihre Austauschbarkeit in Aktien — bedingt eine Wechselbeziehung zwischen dem Kurse der Bonds und dem Kurse der Shares, in die sie konvertiert werden können. [39]) Steigen die Shares, so machen die Bonds diese Bewegung mit und zwar gewöhnlich auch dann, wenn die Konversionszeit noch nicht unmittelbar bevorsteht. [40]) Der Marktpreis der Shares ist auf die convertibles von Einfluß, soweit der Stock das festgesetzte Umtauschverhältnis erreicht oder auch überschreitet. Im allgemeinen ist der Kurs der Bonds niedriger als der Kurs der Shares, in die sie umwandelbar sind, da ein großer Teil der Nachfrage nach convertibles von solchen Kapitalisten herrührt, die den Umweg über die Bonds gewählt haben, um den Stock billiger als auf dem Markte zu erhalten. [41]) Es wird also gleichsam das in ihnen verkörperte Bezugsrecht auf Aktien bezahlt. Fallen die Aktien, so bewirkt dies nur in bescheidenem Umfang einen Kurssturz der convertibles, da die untere Grenze ihrer Bewertung durch ihren Charakter als Schuldverschreibung bestimmt wird und für sie stets dieselben Preise bezahlt werden, wie für andere gleichartige Obligationen. Das soeben Gesagte läßt sich leicht durch einen Vergleich der für die verschiedenen Wertpapiere an der Börse notierten Kurse feststellen. Die Atchinson, Topeka & Santa Fé Railway hatte beispielsweise eine große Emission 4% convertible bonds und ebenfalls 4% adjustment mortgage bonds ausstehen. Während der Krise des Jahres 1907 fielen die ersteren auf 80 letztere auf 77½, die Aktien dagegen auf 66½. Die Wiederbelebung des Geschäftslebens ließ die Aktien und convertibles der Atchinson schnell ansteigen und im November 1909 wurden die convertibles zu 119½ gehandelt, während die adjustment mortgage bonds sich erst auf 94½ erholt hatten. Die Verbindung zwischen der Preisbewegung von Stock und Bonds macht die convertibles

[38]) **O. Heymann,** a. a. O. S. 94.
[39]) **H. Küpfer,** a. a. O. S. 92.
[40]) **Ch. Gerstenberg,** a. a. O. S. 324.
[41]) **E. Mead,** Corporation Finance, S. 289.

für eine große Zahl von Kapitalisten, die gerne einen spekulativen Gewinn einstecken, wenn es mit geringem Risiko geschehen kann, so anziehend und erklärt ihre Zugkraft bei einem großen Teil des amerikanischen Publikums.[42])

5. Kapitel.
Die Auswirkung der Begebung von convertibles in der Praxis.

Der Einfluß, welchem die Emission von convertibles auf die Gestaltung der Finanzen eines Unternehmens, die Stellung der alten Aktionäre und die Verteilung der Gewinne ausübt, geht am besten aus einigen konkreten Beispielen hervor.

Angenommen zwei Gesellschaften, A und B, seien wie folgt kapitalisiert:

Gesellschaft A	Gesellschaft B
$ 3000000 5% convertible bonds	$ 3000000 5% mortgage bonds
$ 5000000 common stock	$ 5000000 common stock.

Ein Umtausch der Bonds möge zu 150 möglich sein — für $ 150 Bonds demnach eine Aktie zu $ 100 — und die Aktien, falls das gesamte investierte Kapital den Gesellschaften je 10% einbringe, auf 150 steigen.

Erreichen die Aktien diesen Kurstand und eine Konversion findet nicht statt, so erhalten wir folgendes Bild:

Gesellschaft A		Gesellschaft B	
Einnahmen	$ 800 000	Einnahmen	$ 800 000
Zinsen für die Bonds	$ 150 000	Zinsen für die Bonds	$ 150 000
Reingewinn	$ 650 000	Reingewinn	$ 650 000
Die Bondsbesitzer erhalten	5%	Die Bondsbesitzer erhalten	5%
Die Aktionäre erhalten	13%	Die Aktionäre erhalten	13 %

Konvertieren alle Bondsbesitzer, dann besteht die Kapitalisierung der Gesellschaft A nur noch in $ 8 000 000 Stammaktien, wodurch sich die Gewinnverteilung wie folgt verschiebt:

Gesellschaft A		Gesellschaft B
Einnahmen	$ 800 000	bleibt unverändert
Reingewinn	$ 800 000	
Die Aktionäre erhalten	10%	
Während die alten Aktionäre		

[42]) **H. Küpfer,** a. a. O. S. 93.
E. Mead, a. a. O. S. 289.

vor der Konversion das Unternehmen zu 100% kontrollierten, sind ihnen nunmehr nur noch 62,5% der Kontrolle desselben verblieben.

Infolge sinkender Konjunktur soll das gesamte investierte Kapital nur noch 3% einbringen:

Gesellschaft A		Gesellschaft B	
Einnahmen	$ 240 000	Einnahmen	$ 240 000
Reingewinn	$ 240 000	Zinsen für die Bonds	$ 150 000
		Reingewinn	$ 90 000
Die Aktionäre erhalten	3%	Die Aktionäre erhalten	1,8%

Sinkt die Kapitalrente noch weiter, etwa auf 1%, so ist es der Gesellschaft B nicht mehr möglich, die Anleihezinsen zu zahlen und sie muß, falls sie den Konkurs vermeiden will, eine Sanierung vornehmen, die Gesellschaft A dagegen ist finanziell vollkommen intakt geblieben. [43])

Sehr interessant ist auch die zahlenmäßige Gegenüberstellung der Ergebnisse 1) einer Aktienemission, 2) einer gewöhnlichen Bonds- oder Short-term Notes-Emmission rückzahlbar bei späterer Aktienausgabe und 3) einer Convertible Bonds-Emission, welche von Otto Heymann vorgenommen wurde. [44])

„1) Aktienemission.

1 000 000 Aktien zu pari		Ertrag 1 000 000 ℳ
Das Kapital rentiere sich mit 6% netto jährlich	60 000 ℳ	
5% Dividende auf 1 000 000 jährlich	50 000 ℳ	
Für 3 Jahre Ueberschuß, 3×10 000 ℳ		Ertrag 30 000 ℳ
		Gesamtertrag 1 030 000 ℳ

2) Obligationen-Ausgabe.

1 150 000 Obligationen zu 95%		Ertrag 1 092 500 ℳ
6% Rente wie bei 1) jährlich	65 550 ℳ	
4% Zinsen auf 1 150 000 jährlich	46 000 ℳ	
Für 3 Jahre Ueberschuß	3 × 19 550 ℳ	Ertrag 58 640 ℳ

[43]) Aehnliche Beispiele s. **H. Lyon,** Corporation Finance, S. 44 ff. **W. Lyon,** Capitalization, S. 44 ff.

[44]) **O. Heymann,** a. a. O. S. 93 f.

1 000 000 Aktien zu 115%	1 150 000 ℳ	Ertrag	
Zur Rückzahlung der Obligationen	1 150 000 ℳ		
		Gesamtertrag	1 151 150 ℳ

3) Konvertible Bonds-Ausgabe

1 150 000 Obligationen zu pari		Ertrag	1 150 000 ℳ
6% Rente wie bei 1 und 2 jährlich	69 000 ℳ		
4% Zinsen auf 1 150 000	46 000 ℳ		
Für 3 Jahre Ueberschuß	3 × 23 000 ℳ	Ertrag	69 000 ℳ
		Gesamtertrag	1 219 000 ℳ

In allen drei Fällen soll nach Ablauf von 3 Jahren lediglich das entsprechende Aktienkapital von 1 000 000 ausstehen. Der Erlös für diesen Betrag ist unter Berücksichtigung des in diesen 3 Jahren aus dem Unterschied zwischen Rente und Verzinsung verbleibenden Ueberschusses bei

1) 1 030 000 ℳ oder 3% Agio
2) 1 151 150 ℳ oder 15,1% Agio
3) 1 219 000 ℳ oder 21,9% Agio.

Hieraus gehen die finanziellen Vorteile, welche die Konvertible Bonds den Aktiengesellschaften bieten können, mit aller Deutlichkeit hervor."

6. Kapitel. Beurteilung der convertibles.

Rein vom Gesichtspunkte der Kapitalinvestierung betrachtet, ist der convertible bond wegen seiner Doppelnatur, der Verquickung von Anlagesicherheit und einem gewissen Risiko zweifellos eine verfehlte Finanzierungsform, da er zwei entgegengesetzte Faktoren in sich kombiniert. Doch hierauf kommt es weniger an, als auf den mit der Verwendung dieses Wertpapiertyps verbundenen Zweck, der ja gerade ist, die Kapitalbeschaffung einer Gesellschaft durch Verleihung von Gewinnaussichten zu erleichtern bezw. überhaupt erst zu ermöglichen. Solche Kreise des Publikums, denen die Verbindung von Anlagesicherheit und mäßigem Risiko erwünscht ist — das gerne übernommen wird in der Hoffnung hierdurch einen zusätzlichen Gewinn zu erzielen — sollen durch die Verleihung spekulativer Chancen zur Ueberlassung der benötigten Kapitalien veranlaßt werden. Entscheidend für die Beurteilung der convertibles ist letzten Endes der praktische Erfolg. Die Beliebtheit, welche diese

Wertpapiere in Amerika genießen, ferner der Umstand, daß zahlreiche erstklassige Unternehmungen zu ihrer Emission geschritten sind, spricht für die Berechtigung dieser Art der Kapitalbeschaffung. Daran ändert auch nichts, daß die convertibles stärkere Mängel haben als die meisten anderen Wertpapiere, insbesondere ihre Begebung leicht allerlei Interessenkonflikte hervorrufen kann, zumal sich diese durch geschickte Wahl der Konversionsbedingungen und die Gewährung des Bezugsrechtes an die Aktionäre, wie es in der Union üblich geworden ist, zum großen Teil vermeiden lassen.

3. Teil.

Die deutschen Convertible Bonds (Wandelanleihen).

1. Kapitel.

Das Eindringen der Wandelanleihen in die deutsche Wirtschaft.

Die Finanzierungspraxis der deutschen Aktiengesellschaften hat in den letzten Jahren durch Uebernahme der Convertible Bonds, die vielfach auch als Wandelanleihen oder Wandelobligationen bezeichnet werden, eine Erweiterung gefunden. Die Wandelobligationen sind kurz gesagt mit einem festen Zinssatz ausgestattete Schuldverschreibungen, die nach Wahl ihres Inhabers gemäß den festgesetzten Anleihebedingungen in Aktien des schuldnerischen Unternehmens umgewandelt werden können. Diesen für deutsche Verhältnisse neuen Weg der Kapitalbeschaffung beschritten zuerst die Harpener Bergbau A.-G. und die Basalt A.-G. Linz, welche Ende 1924 Wandelanleihen emittierten. Im Verlauf des Jahres 1925 bedienten sich weiter die Rheinischen Stahlwerke A.-G., die Universum Film A.-G., die Lingner Werke A.-G., die Nitritfabrik A.-G. Cöpenick und die Philipps A.-G. dieser Finanzierungsform. Endlich emittierte die J.G. Farbenindustrie A.-G. im Frühjahr 1928 ℳ 250 000 000 Teilschuldverschreibungen, die mit dem Konversionsprivileg ausgestattet sind.[1])

Die Einführung der Convertibles in die Emissionspraxis unserer Aktiengesellschaften wird verständlich, wenn man sich die z. Zt. ihrer Uebernahme bestehenden allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse insbesonders die Zustände auf dem deutschen Kapitalmarkt vergegenwärtigt.

[1]) Siehe Anhang Tab. 6.

Krieg und Inflation hatten der deutschen Wirtschaft schwere Wunden geschlagen. Deutschland, früher ein Gläubigerstaat, war zum Schuldnerstaat geworden und das deutsche Volksvermögen von rd. 300 Milliarden vor dem Kriege auf rd. 150 Milliarden gesunken.[2] Zu den Gebiets- und Kapitalverlusten infolge des verlorenen Krieges traten die Lasten des Dawesplans. Die Stabilisierung und die Rückkehr zu normalen Währungsverhältnissen zeigte erst mit aller Deutlichkeit, wie groß der Kapitalmangel in Deutschland war und machte es klar, daß die Beschaffung der für den Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft erforderlichen Mittel aus eigener Kraft unmöglich war.[3] Das Ausland, vor allem Amerika, mußte als Kreditgeber in Anspruch genommen werden, um die erforderlichen Kapitalien zu erhalten. Die Notwendigkeit, Betriebsmittel[4] denn um diese handelte es sich in der damaligen Zeit an erster Stelle zu erhalten, läßt es als natürlich und naheliegend erscheinen, daß die Verwaltungen der deutschen Aktiengesellschaften bei dem Umschau nach neuen Wegen der Finanzierung ihren Blick nach dem Ausland richteten, nicht nur aus dem Bedürfnis heraus, von dort den Betrieben neue Kapitalien zuzuführen, sondern auch in der Hoffnung, von den der fremden — vielleicht elastischeren und erfindungsreicheren — Finanzierungspraxis bekannten Methoden lernen und diese sich dienstbar machen zu können.[5] In der Hauptsache dürfte es sich hierbei auch um das Bestreben gehandelt haben, den Wünschen der ausländischen, besonders amerikanischen Geldgeber entgegenzukommen.[6]

Bei der Ausgabe von Wandelanleihen sahen sich die Verwaltungen der Aktiengesellschaften vor die Frage gestellt, wie es bei unserm Aktienrecht möglich war, die für die

---

[2] **G. Solmssen,** „Die Beschaffung von Krediten im Auslande" (Bank-Archiv Berlin XXIV. Jahrg. Nr. 12 vom 15. März 1925) S. 232.

[3] **Hachenburg & Flechtheim,** „Empfehlen sich Aenderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften?" (Bank-Archiv Berlin, 24. Jahrg. Nr. 2 vom 15. Oktober 1924) S. 25.

G. Solmssen, a. a. O. S. 234 ff.

[4] **K. Wenkel,** „Behelfsmäßige Convertible Bonds" (Magazin der Wirtschaft, Berlin, 1. Jahrg., 1. Halbj. Nr. 4 vom 5. März 1925) S. 129.

E. Spiegelberg, a. a. O. S. 165.

[5] **O. Netter,** „Convertible Bonds nach geltendem Recht" (Bank-Archiv, Berlin, XXIV. Jahrg. Nr. 13 vom 1. April 1925) S. 259.

H. Gippert, „Neue Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung bei Aktiengesellschaften" (Die Unternehmung, 1. Jahrg., Heft 6 vom Juni 1925) S. 280.

[6] **M. Tripp,** „Eindringen der «Convertible Bonds» in die deutsche Wirtschaft" (Deutsche Wirtschafts-Zeitung, Berlin, XXII. Jahrg. Nr. 24 vom 16. Juni 1925) S. 576 f.

K. Wenkel, a. a. O. S. 129.

Konversion benötigten Stücke bereitzustellen. Dieses Problem wurde auf verschiedene Weise gelöst. [7]) Technisch am einfachsten war die Beschaffung der erforderlichen Aktien soweit der emittierenden Gesellschaft Vorratsaktien zur Verfügung standen, die im Falle der Basalt A.-G. Linz, Harpener Bergbau A.-G., Rheinischen Stahlwerke A.-G. und auch J. G. Farbenindustrie A.-G. zur Durchführung des Umtausches benutzt werden. Andere Firmen, so die Universum Film A.-G., die Nitritfabrik A.-G., Cöpenick und die Philipps A.-G., welche keine Vorratsaktien hatten, halfen sich durch die Verpflichtung, die Anleihe mit einem bestimmten Aufgelde zurückzuzahlen, falls sie die zum Umtausch benötigten Aktien bei der Ausübung des Konversionsrechtes nicht zur Verfügung haben. Einen weiteren Ausweg wählten die Lingner Werke A.-G. Hier beschloß die Generalversammlung eine Kapitalerhöhung unter Anwendung des § 279 H. G. B., die auch bereits im Jahre 1925 ins Handelsregister eingetragen wurde, obgleich sie erst im Jahre 1928 wirksam geworden ist.

2. Kapitel.

Vergleich der amerikanischen convertibles und der deutschen Wandelanleihen.

1. Abschnitt. Der zwischen beiden in rechtlicher Hinsicht bestehende Unterschied.

Die vorangegangenen Ausführungen lassen erkennen, daß zwischen den amerikanischen convertibles und den deutschen Wandelanleihen große Unterschiede bestehen. In beiden Fällen hat zwar der Inhaber einer Teilschuldverschreibung das Recht, Aktien gegen Hingabe seiner Schuldverschreibung zu verlangen, die Durchführung der Konversion ist jedoch eine andere. Bei den convertibles findet juristisch betrachtet, ein Umtausch nicht statt. „Bei ihnen wird ein vorhandenes Forderungsrecht in ein bis dahin nicht vorhandenes, nunmehr erst in Erscheinung tretendes Anteilrecht am Gesesellschaftsvermögen umgegewandelt." [8]) Dies wird ermöglicht durch das dem amerikanischen Recht bekannte potentielle Aktienkapital, den „authorized, but non issued stock". Bei den deutschen Wandelanleihen dagegen werden zwei Werte gegeneinander getauscht und man müßte eigentlich von Umtausch- statt

[7]) **O. Netter,** „Convertible Bonds im Aktienrecht" Vossische Zeitung, Berlin, 52. Jahrg. Nr. 176 vom 15. April 1925.
M. Tripp, a. a. O. S. 577.
F. Jedermann, „Zur Emissionstechnik der deutschen Convertible Bonds" (Auslandsrecht, Berlin, 6. Jahrg. Nr. 7 vom Juli 1925) S. 290 f. Anleihebedingungen.
[8]) **H. Kalisch,** „Convertible Bonds" Jur. Wochenschrift, S. 573.

von Wandelobligationen sprechen. Während in Amerika der Inhaber von convertible bonds stets das Recht hat, auch wirklich Aktien gegen seine Bonds zu erhalten, ist dies bei den Wandelanleihen nicht immer der Fall, da verschiedentlich das Konversionsprivileg durch ein Aufgeld abgelöst werden kann. Hinzu kommt, daß das amerikanische Recht die Emission von convertibles den für eine Kapitalerhöhung maßgeblichen Vorschriften unterwirft, d. h. die Aktionärversammlung muß zu derselben ihre Zustimmung geben.[9] Die Ausgabe verschiedener deutscher Wandelanleihen dagegen erfolgte, ohne daß sich die Verwaltung hierzu die Ermächtigung seitens der Generalversammlung hätte geben lassen. Man sieht also, daß unsere Wandelanleihen wesentlich von dem amerikanischen Urtyp abweichen, wenn es auch auf den ersten Blick so aussieht, als würden diese Finanzierungsformen einander vollkommen entsprechen. Am nächsten kommt dem amerikanischen Vorbild noch die Anleihe der Lingner Werke A.-G.[10]

2. Abschnitt. Vergleich der convertible bonds und der Wandelanleihen in wirtschaftlicher Beziehung.

Vom wirtschaftlichen Standpunkte aus gesehen haben convertibles und Wandelanleihen eine gewisse Aehnlichkeit. Beide verdanken ihre Entstehung und Verwendung in der Hauptsache schwierigen wirtschaftlichen Verhältnissen, die die Uebernahme neuer Emissionsmethoden verursachten, da man mit den alten nicht mehr auskam oder nicht mehr auskommen zu können glaubte. Trotzdem besteht zwischen beiden insofern ein Gegensatz, als die amerikanischen convertibles meistens dazu benutzt werden, um Kapital für den weiteren Ausbau von Unternehmungen zu beschaffen,

---

[9]) **Hachenburg & Flechtheim,** a. a. O. S. 29.
G. Solmssen, Probleme des Aktienrechts, S. 32.
W. Cook, a. a. O. S. 158.

[10]) Die Frage nach der Zulässigkeit der Wandelanleihen nach geltendem Recht, worauf an dieser Stelle nicht näher eingegangen werden kann, ist von den deutschen Juristen eingehend erörtert worden. Siehe u. a.:
Brodmann, a. a. O. S. 311 ff.
Hachenburg & Flechtheim, a. a. O. S. 24 ff.
F. Jedermann, a. a. O. S. 289 ff.
H. Kalisch, „Convertible Bonds" Juristische Wochenschrift S. 573 ff.
H. Kalisch, „Convertible Bonds" Auslandsrecht S. 41 ff.
O. Netter, „Convertible Bonds im Aktienrecht" Vossische Zeitung.
O. Netter, „Convertible Bonds nach geltendem Recht" Bank-Archiv S. 259 ff.
E. Springer, a. a. O. S. 4 ff.
G. Sintenis, „Schuldverschreibungen mit Umtauschrecht (Convertible Bonds) und mit Bezugsrecht" (Bank-Archiv, Berlin, XXVI. Jahrg. Nr. 1 vom 1. Oktober 1926) S. 52 ff.

die deutschen im Jahre 1924 und 25 emittierten Wandelanleihen jedoch primär die Aufgabe hatten, dem Mangel an Betriebsmitteln abzuhelfen. Die Emission der J. G. Farbenindustrie A.-G. vom Frühjahr 1928 ist nach Angaben der Verwaltung in der Hauptsache erfolgt, um Kapital zum weiteren Ausbau des Unternehmens zu erhalten.

3. Kapitel.

Beurteilung der deutschen Wandelanleihen.

Im wesentlichen trifft das über die Vorteile und Nachteile der amerikanischen convertibles bereits Gesagte auch auf die deutschen Wandelanleihen zu. Abweichungen ergeben sich jedoch noch aus der Verschiedenheit der deutschen und amerikanischen Verhältnisse.

Bezüglich der rechtlichen Ausgestaltung weisen die deutschen Wandelanleihen ein Minus gegenüber ihrem ausländischen Vorbild auf. Für ihre Einführung gab unser Handelsrecht keine Richtlinien, sodaß sich die Wirtschaft gezwungen sah, neue Wege zu gehen um ihr Ziel zu erreichen. Zu untersuchen, ob diese vom Rechtsstandpunkte aus gesehen immer einwandfrei waren, ist in erster Linie Sache des Juristen. Der von diesen vielfach vertretenen Ansicht, daß sowohl die Verwendung von Vorratsaktien für den Umtausch als auch die Ablösung des Konversionsprivilegs durch Zahlung eines Aufgeldes nicht als vollkommen korrekt anzusehen sei, wird man beipflichten müssen. Soweit vorhandene Vorratsaktien für den Umtausch reserviert wurden, ohne daß die Zustimmung der Generalversammlung von der Verwaltung eingeholt wurde, stellt dies — wenn vielleicht auch nicht formell so doch tatsächlich — eine Verletzung der Rechte der Aktionäre dar, sofern die Schaffung dieser Aktien unter anderen Voraussetzungen und zu anderen Zwecken beispielsweise zum Schutz gegen Ueberfremdung, Angliederung anderer Unternehmungen usw. erfolgt war.[11]) Die Zusicherung eines Aufgeldes, falls der Gesellschaft keine Aktien zur Verfügung stehen und sie dem Verlangen der Obligationäre auf Umtausch nicht nachkommen kann, ist ebenfalls nicht unbedenklich. Hierdurch wird die künftige Generalversammlung praktisch, wenn auch nicht juristisch, vollkommen festgelegt.[12]) Sie wird vor die Alternative gestellt, entweder

[11]) **G. Schacher,** a. a. O. S. 119.
M. Tripp, a. a. O. S. 577.

[12]) **O. Netter,** „Convertible Bonds nach geltendem Recht" Bank-Archiv, S. 260.

dem Kapital-Erhöhungsantrag der Verwaltung zuzustimmen oder durch Ablehnung desselben gleichsam in die Zahlung des Aufgeldes, das letzten Endes zu Lasten der einzelnen Aktionäre geht, einzuwilligen.

Ganz abgesehen davon, daß nach heutigem Recht eine Gesellschaft bei der Emission von Convertibles sich gewissermaßen auf rechtlich schlüpfrigen Boden begibt,[13]) widerspricht ihre Schaffung, soweit sie auf den grade erwähnten Wegen erfolgte, dem Geiste unseres Aktienrechts.[14])

Das für die Beurteilung der Wandelanleihen wesentlichste Moment, ob die den Gläubigern eingeräumten Vorteile auch im Einzelfalle den Vorteilen, die die Gesellschaft aus ihrer Verwendung zog, entsprach, bzw. ob eine Finanzierung in anderer Art nicht möglich war, kann leider nicht behandelt werden, da die schwierigen wirtschaftlichen Verhältnisse der Jahre 1924-25 und die Unmöglichkeit in das Innere einer Unternehmung Einsicht zu nehmen, eine Erörterung dieses Punktes nicht gestatten. Zudem läßt sich gerade bei den bedeutendsten Wandelanleihen keineswegs voraussehen, ob und in welcher Höhe in der bevorstehenden Konversionsperiode die Inhaber von Wandelanleihen von ihrem Umtauschrecht Gebrauch machen werden bzw. ob die Kursentwicklung der Aktien eine derartige ist, daß sich die Ausübung des Konversionsprivilegs für die Obligationäre lohnt.

Das von den Anhängern der Wandelanleihen bei ihrem Aufkommen vertretene Hauptargument, diese Finanzierungsform sei erforderlich, um den Betrieben neue Lebenskraft aus dem Auslande zuzuführen, läßt sich heute nicht mehr halten. In den Jahren 1924 — 26 wurden 3 760 Millionen Mark langfristige Auslandsanleihen aufgenommen, wovon Mark 1 317 Millionen den Privatunternehmungen und dem Grundbesitz zuflossen; 2 504,03 Millionen dieses Kapitals stammten aus Amerika.[15]) Gegenüber diesen großen Summen spielen aber die wenigen Wandelanleihen keine Rolle, was beweist, daß das erforderliche Kapital auch ohne das Konversionsprivileg aus dem Auslande zu erhalten war. Zudem ist anzunehmen, daß wenigstens den kleineren Unternehmungen, die Wandelobligationen emittierten, kein oder kaum Auslandskapital zugeflossen ist, da der ausländische Kapitalist seine Gelder wohl in erster Linie in

---

[13]) **G. Schacher,** a. a. O. S. 117.

[14]) **O. Netter,** „Convertible Bonds nach geltendem Recht" Bank-Archiv, S. 260.

O. Netter, „Convertible Bonds im Aktienrecht", Vossische Zeitung.

[15]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 46. Jahrg. Berlin 1927, S. 389.

Schuldverschreibungen großer, ihm gut bekannter Unternehmungen angelegt hat.

Die beim Aufkommen der Convertibles in Deutschland vielfach gehegten Befürchtungen, diese Art der Kapitalbeschaffung könne dazu führen, daß das Ausland deutsche Unternehmungen unter seine Kontrolle bringe, indem es die Wandelanleihen unter Hinzuerwerb eines entsprechenden Aktienpakets dazu benutze, um die Aktienmajorität einer Gesellschaft zu erwerben, dürfen wohl heute als gegenstandslos betrachtet werden. Abgesehen davon, daß bis heute Wandelanleihen nur in sehr geringem Ausmaße begeben wurden, fällt die Anleiheschuld der einzelnen Unternehmungen im Verhältnis zu ihrem Aktienkapital nicht entscheidend ins Gewicht. Hinzu kommt, daß das Umtauschrecht sich in verschiedenen Fällen als praktisch wertlos erwiesen hat. Von den Reichsmark 15 Millionen Schuldverschreibungen der Ufa wurden nur Reichsmark 260 400 zum Umtausch eingereicht,[16]) die Obligationäre der Nitritfabrik A.-G., Cöpenick [17]) machten ebenfalls nur zum kleinsten Teile von ihrem Konversionsrecht Gebrauch und endlich fand im Falle der Philipps A.-G. ein Umtausch überhaupt nicht statt, da die Entwicklung dieser Unternehmen nicht so günstig verlief, als daß der Kurs der Aktien einen Anreiz zum Umtausch der Obligationen geboten hätte.

Die Bewertung der Aktien der Basalt A.-G. Linz — im November 1928 wurden sie an der Börse zu ungefähr 66 % gehandelt — läßt es gleichfalls nicht als wahrscheinlich erscheinen, daß die Inhaber von Basalt-Obligationen von ihrem bis Ende 1929 laufenden Konversionsrecht mit Gewinn Gebrauch machen können.

Daß mittels der convertibles große Gewinne erzielt werden können, beweist die Anleihe der Rheinischen Stahlwerke A.-G.[18]) Lt. Beschluß der Generalversammlung vom 22. 2. 27 konnte das Umtauschrecht bereits in der Zeit vom 22. 2. 27 bis 1. 5. 27 ausgeübt werden. Mehr als 3/4 der Obligationen wurden umgewandelt, was nicht verwunderlich ist, da der Aktienkurs im April 1927 ca. 250 % betrug.

[16]) Handb. d. Deutschen Aktiengesellschaften, 33. Aufl., Berlin und Leipzig, 1928, Bd. I S. 1181.
Geschäftsbericht der Universum Film A. G. für das Geschäftsjahr 1926/27.

[17]) ℛℳ 200 000 Schuldverschreibungen wurden anläßlich der lt. Generalversammlung vom 10. 5. 26 vorgenommenen Kapitalerhöhung in Aktien umgetauscht.
Handb. d. Deutschen Aktiengesellschaften, 32. Aufl. Berlin und Leipzig, 1927, Bd. III S. 4772/3.

[18]) Anleihebedingungen siehe Anhang S. 68.

Bedauerlich ist in diesem Falle, daß den Aktionären kein Bezugsrecht eingeräumt wurde. Da jedoch die Emission von der Generalversammlung beschlossen wurde, außerdem die Gesellschaft seinerzeit auf die Aufnahme einer Anleihe angewiesen war, da junge Aktien wegen des Kursstandes der alten Aktien nicht emittiert werden konnten, der Finanzbedarf des Unternehmens nach Angabe der Verwaltung jedoch dringend war, erheben sich gegen diese Anleihe keine schwereren Bedenken.[19]) Zudem wurde bei Festsetzung der Konversionsbedingungen Vorsorge getroffen, daß den Inhabern von Obligationen nicht zu große Gewinne auf Kosten der Aktionäre zufließen sollten, indem um ℳ 1 000 Aktien zu erhalten, ℳ 1 300 Schuldverschreibungen eingeliefert werden mußten. Die Anleihe der Harpener Bergbau A.-G.[20]) läßt den spekulativen Charakter der Wandelobligationen und den Zusammenhang, der zwischen dem Kurs dieser Wertpapiere und dem der Aktien eines Unternehmens besteht, klar erkennen. Die Ausgabe der Schuldverschreibungen erfolgte zu 97 % bei einem gleichzeitigen Aktienstand von 82 %. Die Kursentwicklung beider Wertpapiere verlief wie folgt:

Aktien		Wandelanleihe	
Kurs Ende 1925	85,5 %	Kurs Ende 1925	111,5 %
Ende 1926	197,5 %	Ende 1926	169 %
Ende 1927	196⅝ %	Ende 1927	178 %
Nov. 1928 ca.	133 %	Nov. 1928 ca.	132 %

Hieraus geht mit aller Deutlichkeit hervor, welche Gewinne die Inhaber von convertibles unter Umständen erzielen können. Gerade die Kursentwicklung der Aktien der Harpener Bergbau A.-G. und auch der Rheinischen Stahlwerke A.-G. dürfte dazu geführt haben, daß den Wandelanleihen verschiedentlich der Vorwurf gemacht wurde, sie seien ein Instrument um auf dem Rücken der Aktionäre anderen Kreisen große spekulative Gewinne zuzuführen.[21]) Gegen die Anleihe der Harpener Bergbau A.-G. als solche erheben sich schwerwiegende Bedenken, denn einmal erfolgte die Emission der Obligationen ohne daß die Verwaltung vorher die Zustimmung der Generalversammlung eingeholt hatte, sodann wurde auch in diesem Falle das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen. Als erschwerender Umstand tritt hinzu,

[19]) „Ein fünftes Modell von Convertible Bonds", Frankfurter Zeitung, 69. Jahrg. Nr. 125 vom 16. Februar 1925.

„Die Generalversammlung der Rheinischen Stahlwerke A.G." Kölnische Zeitung Nr. 167 vom 5. März 1925.

[20]) Anleihebedingungen siehe Anhang S. 69.

[21]) **Brodmann,** a. a. O. S. 311.

G. Solmssen, „Die Beschaffung von Krediten" S. 236.

daß die ganze Anleihe überflüssig war — ihr Erlös wurde von der Verwaltung in anderen gleich hoch verzinslichen Schuldverschreibungen angelegt — und scheinbar nur den Zweck hatte, den Konsortialbanken große Gewinne zuzuführen, die letzten Endes der Aktionär aus seiner Tasche hätte zahlen müssen, wenn die Kursentwicklung der Aktien weiter günstig verlaufen wäre, vielleicht aber auch noch zahlen muß.[22])

Nichts einzuwenden ist wohl gegen die Wandelanleihe der Lingner Werke A.-G., da ihre Emission in einer Generalversammlung beschlossen wurde, den Aktionären ein entsprechendes Bezugsrecht eingeräumt wurde, zudem bei der Beschlußfassung über die Ausgabe der Obligationen die Majoritätsgruppe zu Gunsten der Minderheit Konzessionen machte. In der für die Konversion festgesetzten Frist vom 1. 2.—15. 3. 1928 wurden von den insgesamt RM 2 500 000 Schuldverschreibungen RM 1 360 000 zum Umtausch eingereicht.[23])

Auch bei der Emission der zuletzt begebenen deutschen Wandelanleihe, der Anleihe der J. G. Farbenindustrie A.-G. von 1928, die wegen ihrer komplizierten Umtauschbedingungen recht interessant ist, wurde die Ausgabe von der Generalversammlung beschlossen und den Aktionären ein Bezugsrecht angeboten.[24])

Das Bild, welches sich bei Betrachtung der bis heute in Deutschland emittierten Convertible Bonds darbietet, ist im allgemeinen nicht zu erfreulich. Verständlich wird es, wenn man sich die trostlosen Verhältnisse auf dem deutschen Kapitalmarkt in der Zeit nach der Stabilisierung vorstellt und an die großen Wunden denkt, die Krieg und Inflation unserer Volkswirtschaft geschlagen hatten. Die Wirtschaft war gezwungen, nach Auswegen zu suchen, um dem Kapitalmangel abzuhelfen und eine gedeihliche Fortführung der Unternehmungen zu ermöglichen. Ein Mittel zur Erreichung dieses Zieles glaubte man u. a. in der Uebernahme der Convertibles gefunden zu haben. Daß aber die Einführung einer unter anderen Verhältnissen entstandenen und auf diese zugeschnittenen Finanzierungsform in der ersten Zeit leicht Mißstände mit sich bringt und für ihre spätere Beibehaltung nur der praktische Erfolg entscheidet, ist ohne weiteres klar. Ob die Wandelanleihen dazu berufen sind, einmal eine bedeutendere Rolle

---

[22]) „Eine überflüssige Emission", Buchwalds Börsenberichte, Berlin, XXII. Jahrg. Nr. 87 vom 13. April 1927.

[23]) Geschäftsbericht der Lingner Werke A.G. für das Geschäftsjahr 1927.

[24]) Anleihebedingungen siehe Anhang S. 70 ff.

bei der Finanzierung unserer Unternehmungen zu spielen als bisher, läßt sich heute noch nicht übersehen. Für die nächsten Jahre dürften die Wandelanleihen wohl nicht in stärkerem Maße bei uns heimisch werden, da im allgemeinen der Deutsche nicht so spekulativ veranlagt ist wie der Amerikaner. Auch haben die Ereignisse der letzten Jahre beim deutschen Publikum ein tiefes Mißtrauen gegen die Börse hinterlassen. Nicht zuletzt steht das deutsche Aktienrecht der Schaffung von Convertibles vielfach im Wege.

Anhang.

Tabelle 1.

Aktiengesellschaften in Deutschland. [1]

Jahr	Zahl	Kapital in Mill. Mark
1886/87	2 143	4 876,06
1891/92	3 124	5 771,10
1896	3 712	6 845,76
1902	5 186	11 968,33
1906	5 060	14 848,61
1909	5 222	14 722,84
1913	5 486	17 357,—
1913	5 139	16 527,20*)
1920	5 657	29 026,80*)
1925	13 010	19 121,—**)
1926	12 343	20 655,—**)
1927	11 966	21 542,—**)

*) heutiges Reichsgebiet.

**) Hinzu kommen für 1925 1 968, 1926 1 228, 1927 437 Gesellschaften, die ihr Grundkapital noch nicht von „Mark" auf „RM" umgestellt hatten, sowie für die gleichen Jahre 193 bezw. 186 bezw. 178 Gesellschaften mit einem Gesellschaftskapital lautend auf frz. Frcs.

[1]) **Eisfeld,** Artikel „Aktiengesellschaften (Statistik)" (Handwörterb. d. Staatsw., 4. Aufl. Bd. 1, Jena 1923) S. 149.
Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 45. Jahrg. Berlin 1926, S. 353,
" " " " " " 46. Jahrg. Berlin 1927, S. 395,
" " " " " " 47. Jahrg. Berlin 1928, S. 443.

Tabelle 2.

Zulassung von festverzinslichen Wertpapieren an den deutschen Börsen 1926 und Vorjahre.[1)]

Gattung der Wertpapiere	1913 Mill. ℳ	1923 Mill. ℳ	1923 Mill. RM	1924 Mill. ℳ	1924 Mill. RM	1925 Mill. ℳ	1925 Mill. RM	1926 Mill. RM	1923-1926 Mill. RM
Reichs- und Staatsanleihen .	911	1 925,0	977,7	600,0	65,9	—	8,4	393,0	1 445,0
Anleihen von Provinzen, Kreisen und Städten	334	32 809,1	15,8	103 060 272,9	31,3	250,0	41,0	295,2	383,3
Pfandbriefe von Hypothekenbanken	284	1 199 530,1	69,9	500,0	273,3		750,1	1 506,9	2 600,2
Pfandbriefe von Landschaften und sonstigen öffentl. rechtl. Grundkreditanstalten . . .	194	142 327,5	98,7	698,6	417,1	100 000,0	396,8	561,5	1 474,1
Bankschuldverschreibungen .	—	133,0	29,8	—	20,4	—		—	50,2
Eisenbahnschuldverschreibungen	44	—	—	—	—	—	—	—	—
Schuldverschreibungen sonstiger gewerblicher Unternehmungen	168	6 655,0	38,9	375,2	9,1	—	60,3	221,8	330,1
Sa.	1 935	1 383 379,7	1 230,8	103 062 446,7	817,1	100 250,0	1 256,6	2 978,4	6 282,9

[1)] Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 45. Jahrg. 1926, Berlin 1926, S. 338, 46. Jahrg. 1927, Berlin 1927, S. 389.

Tabelle 3.

Das Verhältnis zwischen Aktienkapital und Obligationen der amerikanischen Eisenbahnen, wenn das gesamte Kapital gleich 100 gesetzt wird.[1])

Jahr	Aktienkapital	Obligationen
1890	49,1	50,9
1900	50,9	49,1
1910	44	56
1913	43,5	56,5

[1]) **Eisfeld,** Artikel „Aktiengesellschaften (Statistik)" (Handwörterb. d. Staatswiss. 4. Aufl. B. 1, Jena 1923) S. 201.

Tabelle 4.

Gesamtnennwerte der am. Bonds in $.[1])

1910		Prozentualer Betrag der gesamten Summe
United States bonds	913 317 490	4,4
State bonds	275 000 000	1,3
Municipal bonds . .	2 490 000 000	11,9
Railroad bonds . .	9 394 332 504	45
Street & elektric Rws.	2 300 000 000	11,1
Gas & elektric light, Telegraph- & Telephonbonds . . .	1 600 000 000	7,7
Industrial bonds . .	2 500 000 000	11,9
Übrige Gesellschaftsobligationen . . .	1 400 000 000	6,7
Sa. $	20 872 649 994	100

(Die Angaben sind wegen der Mangelhaftigkeit des statistischen Materials nicht in allen Punkten absolut genau.)

[1]) **Ch. Rosenthal,** a. a. O. S. 90.

Tabelle 5.

Amerikanische convertible bonds. [1]

Emittent	Beschreibung der Bonds	Jahr der Ausgabe	Fälligk. Termin	Umtauschbar in	Umtauschfrist von — bis	in Jahren	Umtauschverhältnis. $ 100 Aktien können gegen nominal $ convertible bonds bezogen werden.
Atchinson, Topeka and Santa Fé Railway . .	4% Convertible Debentures	1909	1960	Stammaktien	1913--1923	10	$ 100
Erie Railroad.	4% Conv. Gold Bonds Serie A	1903	1953	„ „	1905—1915	10	$ 50
Erie Railroad.	4% Conv. Gold Bonds Serie B	1905	1953	„ „	1907—1917	10	$ 60
Chesapeake and Ohio Railway	4½% Conv. Gold Bonds	1910	1930	„ „	1911—1920	8¾	$ 100
New York, New Haven and Hartford Railway.	3½% Conv. Gold Debentures	1906	1956	„ „	1911—1916	5	$ 150
New York, New Haven and Hartford Railroad.	6% Conv. Gold Debentures	1908	1948	„ „	1923—1948	25	$ 100
Pennsylvania Railroad .	3½% Conv. Gold Bonds	1905	1915	„ „	unbeschränkt	10	$ 150
Union Pacific Railroad .	4% Conv. Gold Bonds	1907	1927	„ „	1907—1917	10	$ 175

[1]) Aus: **Ch. Gerstenberg,** a. a. O. S. 325 ff.
Moody's Manuel of Corporation Securities, New York (jährlich).
I. Singer, Die amerikanischen Eisenbahn- und Industriepapiere, Berlin 1910. (Weitere Beispiele siehe ebenda).

Tabelle 6.

Statistik der deutschen Wandelanleihen.

Emittent	Betrag in Mill. RM.	Zinssatz %	Umtauschverh. auf 1000 RM. Aktien entfallen Bonds	Umtauschzeit	Letztes Jahr der Tilgung
Basalt A.-G. Linz[1]) . . .	4	8	1000	—31. 12. 29	1949
Harpener Bergbau A.-G.[2]) .	7,5	7	1000	1.—15. 12. 29	1940
Lingner Werke A.-G.[3]) . . .	2,5	8	1000	1. 2.—15. 3. 28	1940
Nitritfabrik A.-G.[I]) Cöpenick[4]) .	0,8	10	1000	15.—31. 1. 28	1928
Philipps A.-G.[II]) [5]) . .	0,5	10	1000	1.—30. 4. 28	1929
Rh. Stahlwerke A.-G.[III]) [6]). .	21	7½	1300	1. 10.—31. 12. 29	1945
Universum Film A.-G.[IV]) [7]) . .	15	10	1000	—30. 11. 28	1935
J. G. Farbenindustrie A.-G.[8])	250	6	s.Anh. S. 70 ff		

I) Die Gesellschaft ist von der Verpflichtung zum Umtausch der Schuldverschreibungen befreit, wenn sie dieselben zum 1. 4. 28 zum Kurse von 130% zurückzahlt.

II) Ist bis 30. 7. 28 eine entsprechende Kapitalerhöhung nicht vorgenommen, so müssen die Obligationen bei Einreichung bis 1. 10. 28 mit 20% Aufgeld eingelöst werden.

III) Lt. Beschluß der Generalversammlung vom 22. 2. 27 konnte das Umtauschrecht bereits bis zum 30. 4. 27 ausgeübt werden.

IV) Sollten der Gesellschaft die zum Umtausch benötigten Stücke bei Ausübung des Konversionsrechts nicht zur Verfügung stehen, so ist sie verpflichtet, die Anleihe spätestens am 1. 12. 28 zu 130% einzulösen.

1) Handb. d. Deutschen Aktiengesellschaften, 33. Aufl. Berlin und Leipzig 1928, Bd. II 1928, S. 2823.

2) Handb. d. Deutschen Aktiengesellschaften, 33. Aufl. Berlin und Leipzig 1928, Bd. I. 1928, S. 1865.

3) Handb. d. Deutschen Aktiengesellschaften, 32. Aufl. Berlin und Leipzig 1927, Bd. III 1927, S. 4789. Frankfurter Zeitung, 69. Jahrg. Nr. 41 vom 16. Januar 1925. Deutscher Reichs-Anzeiger. Nr. 63 vom 16. März 1925.

4) Handb. d. Deutschen Aktiengesellschaften, 32. Aufl. Berlin und Leipzig 1927, Bd. III 1927, S. 4773. Deutscher Reichs-Anzeiger Nr. 100 vom 30. April 1925.

5) Handb. d. Deutschen Aktiengesellschaften, 33. Aufl. Berlin und Leipzig 1928. Bd. I 1928, S. 1119.

6) Handb. d. Deutschen Aktiengesellschaften, 32. Aufl. Berlin und Leipzig 1927, Bd. I 1927, S. 418 f. Frankfurter Zeitung, 69. Jahrg. Nr. 125 vom 16. Februar 1925.

7) Handb. d. Deutschen Aktiengesellschaften, 33. Aufl. Berlin und Leipzig 1928, Bd. I 1928, S. 1180 f. Frankfurter Zeitung, 69. Jahrg. Nr. 95, vom 5. Februar 1925.

8) Deutscher Reichs-Anzeiger, Nr. 22 vom 26. Januar 1928. Frankfurter Zeitung, 72. Jahrgang Nr. 921 vom 11. Dezember 1927. Frankfurter Zeitung, 72. Jahrg. Nr. 939 vom 18. Dezember 1927. Prospekt der I. G. Farbenindustrie A.-G. vom Mai 1928.

Auszug aus den Anleihebedingungen der größeren deutschen Wandelanleihen.

7½% RM-Anleihe der Rheinischen Stahlwerke A.-G. von 1925

(Wandelanleihe) [1])

Betrag: ℳ 21 000 000.

Nominalzinsfuß: 7½%.

Ausgabezeit: Februar 1925.

Ausgabekurs: 97%.

Laufzeit: 20 Jahre, beginnend am 1. Januar 1925.

Tilgung: Planmäßige Tilgung ab 1. 1. 1930 innerhalb 15 Jahren in 30 halbjährlichen gleichen Beträgen durch Auslosung zu pari oder durch Rückkauf am Markt. Gesamtkündigung ab 2. 1. 1930 bei 3 monatiger Kündigungsfrist zu jedem Zinstermin zulässig. In diesem Falle beträgt der Rückzahlungskurs

in den Jahren	1930—1934	einschl.	103%
„ „ „	1935—1939	„	102%
„ „ „	1940—1944	„	101%

Umtauschrecht: Den Obligationsinhabern steht in der Zeit vom 1. 10. 1929 bis 31. 12. 1929 das Recht zu, je ℳ 1 300 Obligationen in ℳ 1 000 Aktien des Unternehmens umzutauschen. Falls die Gesellschaft bis zum 31. Dezember 1929 ihren Aktionären ein Bezugsrecht auf neue Aktien einräumt, soll den Inhabern der Schuldverschreibungen das gleiche Recht gewährt werden.

Lt. Generalversammlungsbeschluß vom 22. 2. 1927 konnte von dem Umtauschrecht schon in der Zeit vom 22. 2. 1927 bis zum 30. 4. 1927 Gebrauch gemacht werden.

---

[1]) Handbuch der Deutschen Aktiengesellschaften, 32. Aufl. Berlin und Leipzig 1927, Bd. I 1927, S. 418 f.
Frankfurter Zeitung, 69. Jahrg. Nr. 125 vom 16. Februar 1925.

7% RM-Anleihe der Harpener Bergbau A.-G. von 1924
(Wandelanleihe) [1])

Betrag: ℳ 7 500 000, davon ℳ 2 500 000 noch nicht begeben.

Nominalzinsfuß: 7%.

Ausgabezeit: November 1924.

Ausgabekurs: 97%.

Laufzeit: 15 Jahre, beginnend am 1. Januar 1925.

Tilgung: Die Gesellschaft ist berechtigt, nach Durchführung des vorgesehenen Umtausches vom 1. 7. 1930 an die nicht konvertierten Schuldverschreibungen mit 3 monatiger Frist halbjährlich zu jedem Zinstermin ganz oder teilweise durch Auslosung zu pari zu kündigen. Der letzte Termin für die Rückzahlung ist der 2. 1. 1940.

Umtauschrecht: Die Inhaber der Teilschuldverschreibungen sind berechtigt, vom 1.—15. 12. 1929 gegen je eine Obligation von je ℳ 1 000 eine Stammaktie der Harpener Bergbau A.-G. im gleichen Nennbetrag einzutauschen. Falls die Gesellschaft bis zum 1. 12. 1929 ihren Aktionären ein Bezugsrecht auf junge Aktien einräumt, soll auch den den Umtausch vornehmenden Obligationsinhabern innerhalb der oben bezeichneten Frist dieses Recht gewahrt bleiben.

[1]) Handbuch der Deutschen Aktiengesellschaften, 33. Aufl. Berlin und Leipzig 1938, Bd. I. 1928, S. 1865.

6% RM-Anleihe der J. G. Farbenindustrie A.-G. von 1928

(Wandelanleihe) [1])

Betrag: ℛℳ 250 000 000.

Verzinsung: Die Obligationen sind mit 6% jährlich verzinslich. Sollte die Gesellschaft auf die Stammaktien mehr als 12% Dividende verteilen, so erhöht sich für das betreffende Jahr die Verzinsung der Teilschuldverschreibungen für jedes Mehrprozent Dividende um 1/2% Zusatzverzinsung.

Recht der Inhaber auf Tausch gegen Aktien: „Gegen Einreichung von je nominal ℛℳ 200,— bezw. 400,— bezw. ℛℳ 2 000,— Teilschuldverschreibungen können nominal ℛℳ 100,— bezw. ℛℳ 200,— bezw. ℛℳ 1000,— Stammaktien der J. G. Farbenindustrie A.-G. zu folgenden Kursen erworben werden:

im	Jahre	1928	zum	Kurse	von	200%
„	„	1929	„	„	„	195%
„	„	1930	„	„	„	190%
„	„	1931	„	„	„	184%
„	„	1932	„	„	„	178%
„	„	1933	„	„	„	171%
„	„	1934	„	„	„	164%
„	„	1935	„	„	„	156%
„	„	1936	„	„	„	148%
„	„	1937	„	„	„	139%
„	„	1938	„	„	„	130%
„	„	1939	„	„	„	120%
„	„	1940	„	„	„	110%
„	„	1941	„	„	„	100%“ [2])

---

[1]) Deutscher Reichs-Anzeiger Nr. 22 vom 26. Januar 1928. Prospekt der J. G. Farbenindustrie A.-G. vom Mai 1928.

[2]) Beispiel: Während des Jahres 1930 ist der Bezugspreis der Aktien 190%. Ein Obligationär hat, wenn er beziehen will, seine Schuldverschreibung von beispielsweise ℛℳ 1000,— einzureichen. Hierfür erhält er eine Aktie über ℛℳ 500,—, die bei einem Kurse von 190% ℛℳ 950,— kostet. Die Differenz zwischen ℛℳ 950,— (Kosten für die Aktie) und ℛℳ 1000,— (Nominalbetrag der Obligation), demnach also ℛℳ 50,— werden von der Gesellschaft in bar vergütet.

In späteren Jahren, in denen die zu vergütenden Beträge höher werden, hat die Verwaltung die Wahl der Zurückzahlung des Differenzbetrages in bar oder in Teilschuldverschreibungen, deren Aktienbezugsrecht erloschen ist.

Kündigungsrecht der Gesellschaft: „Die Gesellschaft kann jederzeit die Teilschuldverschreibungen unter Einhaltung einer Frist von 4 Monaten zur Rückzahlung zu 110% zuzüglich Zinsen pro rata temporis in Höhe des auf den zuletzt fällig gewordenen Zinsschein berechneten Zinssatzes kündigen. Der Inhaber von Teilschuldverschreibungen ist jedoch in diesem Falle berechtigt, das vorgesehene Erwerbsrecht [3]) zu 90% des Erwerbskurses aber nicht unter pari, unter Anrechnung der Teilschuldverschreibungen zum Nennwert auszuüben. Für diesen Erwerbskurs ist das Jahr maßgebend, in das der Ablauf der Kündigungsfrist fällt. Innerhalb einer am Tage der Kündigung beginnenden Frist von 3 Monaten hat der Inhaber der Gesellschaft gegenüber die Erklärung abzugeben, ob er sein Recht auf Erwerb von Stammaktien ausüben will. Diese Erklärung ist für ihn bindend. Wird innerhalb der Frist keine Erklärung abgegeben, so erlischt das Erwerbsrecht."

Umtausch: „Uebersteigt der Nennwert der eingereichten Teilschuldverschreibungen den Erwerbspreis der gegen sie zu übernehmenden Aktien, so wird der übersteigende Betrag dem Einreicher bei Ausübung des Bezugsrechts nach Wahl der Gesellschaft ganz oder teilweise in Teilschuldverschreibungen, auf denen die Ausübung des Erwerbsrechts vermerkt ist, unter Anrechnung zum Nennwert oder in bar zurückerstattet. Die Kündigung der zurückgegebenen Teilschuldverschreibungen kann jederzeit unter Einhaltung einer Frist von 3 Monaten erfolgen. Im übrigen gelten für sie, abgesehen von dem Wegfall des Aktienerwerbsrechts, die gleichen Bedingungen hinsichtlich Verzinsung und Rück-

---

1938 ist der Bezugskurs 130%. Bei Einreichung einer Schuldverschreibung über ℛℳ 1000, sind zum Bezuge von ℛℳ 500,— Aktien bei dem vorgenannten Kurse nur ℛℳ 650,— notwendig. Die J. G. Farbenindustrie A.-G. hätte also in diesem Falle ℛℳ 350, zurückzuzahlen, wovon sie ℛℳ 150,— in bar, ℛℳ 200,— in Schuldverschreibungen zurückgewähren könnte.

[3]) d. h. das Recht, gegen Einreichung von Schuldverschreibungen Aktien zu erwerben.

zahlung wie für die übrigen Teilschuldverschreibungen."

Zukünftige Bezugsrechte: Falls die Gesellschaft ihren Stammaktionären bis zum 31. Dezember 1941 ein Bezugsrecht auf neue Stammaktien einräumt ohne den Inhabern der Teilschuldverschreibungen ein entsprechendes Bezugsrecht anzubieten, ist der Wert des Bezugsrechtes ohne Zwischenzinsen bei dem Aktienerwerb zu vergüten. Der Wert des Bezugsrechtes wird berechnet auf Grund des Durchschnitts der amtlichen Notierung an der Berliner Börse, höchstens jedoch zu seinem rechnerischen Wert.

Rückzahlung: „Die am 1. Januar 1945 noch ausstehenden Teilschuldverschreibungen werden zur Rückzahlung am 1. Juli 1945 zu 110% unter Vergütung von Zinsen für die Zeit vom 1. Januar bis 30. Juni 1945 in Höhe des für 1944 maßgeblichen Zinssatzes fällig."

Den Inhabern der Stammaktien wurde ein Bezugsrecht auf diese Teilschuldverschreibungen im Verhältnis 4 : 1 zum Bezugspreis von 100% angeboten.

Literaturverzeichnis.

1. Teil.

Darstellungen.

Adams, jr. John, „Stocks and their Features" (The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia, Bd. 35 Nr. 3 Mai 1910) S. 43 ff.

Aron, Arno, Die Kapitalveränderungen deutscher Aktiengesellschaften nach dem Kriege, Jena 1927.

Braun, Fernand, Le Régime des Sociétés par Actions aux Etats-Unis, Paris 1924.

Brodmann, „Convertible Bond und Aktie" (Bank-Archiv, Berlin, XXVI. Jahrg. Nr. 13 vom 1. April 1927) S. 311 ff.

Cleveland, Frederick A., „Bonds in their Relation to Corporation Finance" (The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2 September 1907) S. 220 ff.

Cleveland, Frederick A., „Classification and Description of Bonds" (The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2 September 1907) S. 208 ff.

Cleveland, Frederick A., Funds and their Uses, New York 1910.

Cleveland, Frederick A. & **Powell,** Fred Wilbur, Railroad Finance, New York und London 1923.

Coman, Katherine, The Industrial History of the United States, New York 1910.

Convertible Bonds, Die Bank, Berlin, I. Halbjahr 1925, S. 124.

Convertible Bonds, ein fünftes Modell von, Frankfurter Zeitung, 69. Jahrg. Nr. 125 vom 16. Februar 1925.

Cook, William W., The Principles of Corporation Law, Michigan 1925.

Daggett, Stuart, Railroad Reorganization, Boston und New York 1908.

Darmstädter, Paul, Die Vereinigten Staaten von Amerika, Leipzig 1909.

Dewing, Arthur Stone, The Financial Policy of Corporations, 2. Aufl. New York 1921.

Dewing, Arthur Stone, „Income Bonds" (Quarterly Journal of Economics, Boston, Bd. XXV Nr. 2 Februar 1911) S. 396 ff.

Eisfeld, Artikel „Aktiengesellschaften (Statistik)" (Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl. Bd. 1 Jena 1923) S. 199 ff.

Emission, eine überflüssige; die Convertible Bonds der Harpener Bergbau A.-G., Buchwalds Börsen-Berichte, Berlin, XXII Jahrg. Nr. 87 vom 13. April 27.

Fisher, Irving, Elementary Principles of Economics, New York 1923.

Fletcher, William Meade, Cyclopedea of the Law of Private Corporations, Chicago 1918.

Generalversammlung der Rheinischen Stahlwerke A.-G., Die, Kölnische Zeitung, Nr. 167 vom 5. März 1925.

Gerstenberg, Charles W., Materials of Corporation Finance, 5. Aufl. New York 1924.

Gippert, Heinrich, „Neue Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung bei Aktiengesellschaften" (Die Unternehmung, 1. Jahrg. Heft 6 vom Juni 1925) S. 280 ff.

Greene, Thomas L., Corporation Finance, 3. Aufl. New York 1908.

Hachenburg & Flechtheim, „Empfehlen sich Aenderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften?" (Bank-Archiv, Berlin, 24. Jahrg. Nr. 2 vom 15. Oktober 1924) S. 24 ff.

Hartmann, Walter, „Convertible Bonds" (Bank-Archiv, Berlin, 25. Jahrg. Nr. 4 vom 15. November 1924) S. 70 ff.

Heymann, Otto, „Aus der englischen Finanzierungspraxis" (Bank-Archiv, Berlin, 11. Jahrg. Nr. 6 vom 15. Dezember 1911) S. 91 ff.

Holdheim, Paul, „Mortgage und Mortgagebonds" (Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen, Berlin, 3. Jahrg. Nr. 20 vom 29. September 1894) S. 349 ff.

Income Bonds, improved Statuts of, (The Commercial & Financial Chronicle, New York, Bd. 124 Nr. 3223 vom 2. April 1927) S. 1896.

Jedermann, Felix, „Zur Emissionstechnik der deutschen Convertible Bonds" (Auslandsrecht, Berlin, 6. Jahrg. Nr. 7 vom Juli 1925) S. 289 ff.

Kalisch, Hans, „Convertible Bonds" (Auslandsrecht, Berlin, 6. Jahrg. Nr. 2 vom Februar 1925) S. 41 ff.

Kalisch, Hans, „Convertible Bonds" (Juristische Wochenschrift, Berlin, 54. Jahrg. Heft 6 vom 15. März 1925) S. 573 f.

Keys, C. M. „Bond Redemption and Sinking Funds" (The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2 September 1907) S. 21 ff.

Kirkbridge, Franklin Butler & **Sterrett,** J. E., The Modern Trust Company, New York 1908.

Kramer, Albert Ludlow, „Securities of Public Service Corporations as Investments" (The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia, Bd. 25 Nr. 1 Januar 1905) S. 101 ff.

Küpfer, Hans, Gründung, Finanzierung und Sanierung der Aktiengesellschaften des Staates New York, Bern 1922.

Liefmann, Robert, Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, 4. Aufl. Jena 1923.

Lustig, Hugo, Nordamerikanische Eisenbahnwerte, 1. Aufl. Berlin 1909.

Lüttke, H., Kapitalbeschaffung der Unternehmungen, Berlin 1925.

Lyon, Hastings, Corporation Finance, New York 1916.

Lyon, W. H., Capitalization, London 1913.

Mead, Edward, Sherwood, Corporation Finance, 5. Aufl. New York und London 1925.

Meade, Edward Sherwood, Trust Finance, New York 1903.

Melchior, Carl, „Convertible Bonds" (Bank-Archiv, Berlin, 12. Jahrg. Nr. 21 vom 1. August 1913) S. 354 ff.

Mitchell, Thomas Warner, „The Collateral Trust Mortgage in Railway Finances" (Quarterly Journal of Economics, Boston, Bd. XX Mai 1906) S. 443 ff.

Montgomery, Robert H., Financial Handbook, 4. Aufl., New York 1925.

Münsterberg, Hugo, Die Amerikaner, 4. Aufl., Berlin 1912.

Mundy, Floyd W., „Railroad Bonds as an Investment Security" (The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2 September 1907) S. 120 ff.

Noyer, Alexander Dana, Forty Years of American Finance, New York und London 1909.

Netter, Oskar, „Convertible Bonds im Aktienrecht" (Vossische Zeitung, Berlin, 52. Jahrg. Nr. 176 vom 15. April 1925.

Netter, Oskar, „Convertible Bonds nach geltendem Recht" (Bank-Archiv, Berlin, 24. Jahrg. Nr. 13 vom 1. April 1925) S. 259 ff.

Passow, R., Artikel „Aktiengesellschaften" (Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl. Bd. 1, Jena 1923) S. 129 ff.

Picard, Ernst, Die Finanzierung nordamerikanischer Eisenbahngesellschaften, Jena 1912.

Ripley, William Z., Railroads Finance & Organiatizon, London 1915.

Ripley, William Z., Trusts, Pools and Corporations, Boston, New York, Chicago, London 1905.

Rollins, Montgomery, „Convertible Bonds and Stocks" (The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia, Bd. 35 Nr. 3 Mai 1910) S. 97 ff.

Rosenthal, Charles Anton, Amerikanische Bonds, Stuttgart und Berlin 1912.

Schacher, Gerhard, Die Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften, Frankenstein in Schles. 1926.

Singer, I., Die amerikanischen Bahnen und ihre Bedeutung für die Weltwirtschaft, Berlin 1909.

Singer, I., Die amerikanischen Eisenbahn- und Industriewerte, Berlin-Schöneberg 1910.

Sintenis, Gustav, „Schuldverschreibungen mit Umtauschrecht (Convertible Bonds) und mit Bezugsrecht" (Bank-Archiv, Berlin, 26. Jahrg. Nr. 1 vom 1. Oktober 1926) S. 52 ff.

Solmssen, Georg, „Die Beschaffung von Krediten im Auslande" (Bank-Archiv, 24. Jahrg. Nr. 12 vom 15. März 1925) S. 231 ff.

Solmssen, Georg, Probleme des Aktienrechtes unter besonderer Berücksichtigung ihrer Entwicklung in den Vereinigten Staaten von Amerika, Berlin und Leipzig 1926.

Spiegelberg, Ernst, „Die Notwendigkeit der Schaffung neuer Wertpapiertypen" (Bank-Archiv, Berlin, 23. Jahrg. Nr. 12 vom 25. März 1924) S. 165 f.

Sprague, Charles E., „The Proper Basis of Bond Account when held for Investment" (The Annals of the American Academy of Political und Social Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2 September 1907) S. 1 ff.

Springer, E., „Aenderungen des Aktienrechts zwecks Erleichterung der Kapitalbeschaffungen?" (Bank-Archiv, Berlin, 24. Jahrg. Nr. 1 vom 1. Oktober 1924) S. 4 ff.

Squire, Andrew, „Essential Recitals in the Various Kinds of Bonds" (The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia, Bd. 30 Nr. 2 September 1927) S. 56 ff.

Tripp, Martin, „Eindringen der „Convertible Bonds" in die deutsche Wirtschaft" (Deutsche Wirtschafts-Zeitung, Berlin, 22. Jahrg. Nr. 24 vom 16. Juni 1925) S. 576.

Walther, Gebhardt v., Convertible bonds im amerikanischen Recht und ihre Einführung in Deutschland, Borna-Leipzig 1927.

Wenkel, Kurd, „Behelfsmäßige Convertible Bonds“ (Magazin der Wirtschaft, Berlin, 1. Jahrg. 1. Halbj. Nr. 4 vom 5. März 1925) S. 129 ff.

Wood, William Allen, Modern Business Corporations, Indianapolis 1906.

2. Teil.

Handbücher.

Handbuch der Deutschen Aktiengellschaften
32. Auflage Berlin und Leipzig Ausgabe 1927
33. „ „ „ „ Ausgabe 1928

Moody's Manual of Corporation Securities, New York (jährlich).

Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich
45. Jahrg. 1926, Berlin 1926
46. Jahrg. 1927, Berlin 1927
47. Jahrg. 1928, Berlin 1928

3. Teil.

Periodika.

Berliner Börsen Courier.
Berliner Tageblatt.
Buchwalds Börsen-Berichte, Berlin.
The Commercial & Financial Chronicle, New York.
Deutscher Reichs-Anzeiger.
Frankfurter Zeitung.
Kölnische Zeitung.
Vossische Zeitung.

Anleihebedingungen.
Geschäftsberichte.

Lebenslauf.

Ich, Ferdinand August Esch, katholischer Konfession, wurde zu Krefeld am 13. Januar 1904 als Sohn des Oberlehrers Dr. phil. Hans Esch und seiner Gattin Flora geb. Wienges geboren. Ich besuchte 4 Jahre die Volksschule und anschließend das Schiller-Gymnasium zu Köln-Ehrenfeld, welches ich Ostern 1922 mit dem Zeugnis der Reife verließ. Darauf war ich 3 Jahre bei der Darmstädter und Nationalbank, Filiale Köln, als Lehrling bzw. Beamter tätig. Sodann studierte ich 8 Semester Rechts- und Staatswissenschaften an den Universitäten Köln/Rh., Frankfurt/M. und Erlangen.

In Köln hörte ich während des W. S. 1924/25, des W. S. 1925/26 und des S. S. 1926 hauptsächlich die Vorlesungen von Herrn Geh. Rat Prof. Dr. Thies und Herrn Geh. Rat Prof. Dr. Eckert, in Frankfurt im S. S. 1925 die Vorlesungen von Herrn Professor Dr. Oppenheimer. Während meines Studiums in Erlangen vom W. S. 1926/27 bis S. S. 1928 besuchte ich vorwiegend die Vorlesungen des Herrn Professor Dr. Moeller.

Im November 1927 bestand ich in Erlangen die volkswirtschaftliche Diplomprüfung mit der Note gut.

Für die liebenswürdige Unterstützung, die Herr Professor Dr. Moeller mir bei Wahl des Themas zuteil werden ließ, sowie seine wertvollen Ratschläge spreche ich ihm auch an dieser Stelle meinen aufrichtigen Dank aus.